



ESTRUTURAS DE CAPITAIS – EMPRESAS COM E SEM REVISÃO LEGAL DE CONTAS

Paulo Alexandre Pontes da Silva Pereira

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Auditoria

Porto – 2015

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



ESTRUTURAS DE CAPITAIS – EMPRESAS COM E SEM REVISÃO LEGAL DE CONTAS

Paulo Alexandre Pontes da Silva Pereira

Dissertação de Mestrado

**apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do
Porto para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob orientação de**

Doutora Alcina Augusta Sena Portugal Dias

Porto – 2015

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

Resumo

Ao longo dos anos a temática acerca das estruturas de capitais tem sido sujeita a inúmeras análises, estudos e opiniões. A composição da estrutura de capital poderá ser encarada como um ato de gestão praticado pelos quadros superiores de uma empresa, sendo caracterizada através das opções, oportunidades e condições de mercado, no momento de recorrerem ao financiamento interno (auto financiamento) ou ao financiamento externo (capital alheio).

Neste estudo, pretendemos compreender se a revisão legal de contas assume um papel determinante e diferenciador no momento da composição da estrutura de capital de uma entidade. Os objetivos deste trabalho passam por, tentar estabelecer comparações entre a estrutura de capital de empresas com revisão legal de contas e sem revisão legal de contas, apresentando assim, as diferenças e as semelhanças, tentando concluir se este fator pode ser assumido como um fator determinante nas opções de financiamento das empresas.

Com os resultados obtidos, podemos verificar e concluir que, no mercado empresarial Português a revisão legal de contas não é um fator determinante nas decisões adotadas na composição das estruturas de capitais.

Desta forma, e visto que não obtivemos no nosso estudo evidência de como a revisão legal de contas assume um papel determinante na problemática das estruturas de capitais, e não provamos que as empresas sujeitas a essa imposição tenham maior facilidade no momento de recorrer ao crédito alheio, sugerimos que, para futuras análises relacionem num só estudo, o grau de comparabilidade entre as condições de crédito apresentadas pelas instituições bancárias às empresas com e sem revisão legal de contas.

Palavras chave: Estruturas de Capitais; Revisão Legal de Contas; Endividamento; Dados Paineis

Abstract:

Along the years the issue capital structures and company management have been subjected to profound analysis, studies and divergent opinions. The composition of the capital structure can be seen as an act of management practiced by superior company' board members and characterized through the options, opportunities, and conditions on the moment they resort to internal financing (self financing) or debt financing (debt capital).

This study intends to see if the statutory audit assumes a determinant and differentiator role in the moment of the capital structure composition of an entity. This work intends to establish comparisons between the companies' capital structure with statutory audit and without statutory audit evidencing the differences, similitude's in an effort to conclude if this particular factor may or not be determinant in the capital structures of any organization.

The obtained results demonstrate that it is not possible to affirm that statutory audit is indeed a determinant factor for the capital structures compositions.

As to these work limitations, it is possible to conclude that Portuguese non financial companies are small and medium dimension businesses, in which, statutory audit is not always required. It was possible to conclude that financial companies cannot define as a differentiating factor at the moment of credit evaluation, the fact of the company be or not subjected to statutory audit.

This study did not get significant statistical evidence about companies having statutory audit as an easy access to debt financing. Future analysis should relate and verify if the conditions of bank granted financings to companies can be distinct among companies subjected or non subjected to statutory audit.

Keywords: Capital Structure, Statutory audit, Debt, Panel Data.

Agradecimentos

A realização desta dissertação de mestrado apenas foi possível com a ajuda e contribuição de algumas pessoas. Assim queria agradecer:

- À minha orientadora, Doutora Alcina Dias, pela sua disponibilidade, contribuindo com os seus conhecimentos e ajudando através das suas sugestões para a conclusão deste trabalho;
- À minha namorada, que foi uma verdadeira companheira por todo o apoio, motivação, ajuda e compreensão demonstrada ao longo desta caminhada. Obrigada pela cooperação nos ajustes finais deste trabalho;
- Aos meus pais, que sempre me apoiaram e incentivaram para concluir mais esta etapa da minha vida académica, valorizando sempre as minhas escolhas;
- Ao meu amigo, Hélder Pereira, pela motivação, companheirismo e ajuda constante ao longo desta caminhada;
- Aos meus amigos, Alexandre Cardoso e Joel Vaz por toda a boa vontade e paciência que tiveram para me ajudar;
- A todos os meus amigos e familiares que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho;

A todos um muito obrigado.

*“Pedras no caminho? Eu guardo todas.
Um dia vou construir um castelo.” (Nemo Nox)*

Lista de Abreviaturas

Cativo – Composição do Ativo

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

Cresc – Crescimento

Dim – Dimensão

EBITDA – Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

EndML – Endividamento de Médio e Longo Prazo

EndT – Endividamento Total

IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

Log – Logaritmo

MTB – Market-to-Book

OBF – Outros Benefícios Fiscais

PME – Pequena e Média Empresa

Rend – Rendibilidade

RLC – Revisão Legal de Contas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SBF – Société des Bourses Françaises

UK – United Kingdom

VN – Volume de Negócios

Índice

Capítulo I – Enquadramento das Estruturas de Capitais	1
1.1 Importância do Tema	2
1.2 Objetivos do estudo e estrutura do trabalho.....	4
Capítulo II – Revisão da Literatura	7
2.1 Evolução Histórica das Teorias de Estrutura de Capital	8
2.2 Visão Tradicional.....	10
2.3 Modigliani e Miller (1958)	11
a) Modelo de análise.....	11
b) Teoria do Efeito Fiscal (1963).....	14
2.4 Teoria do <i>Trade-Off</i>	15
2.5 Teoria da Agência	17
2.6 Teoria da <i>Pecking Order</i>	20
2.7 Teoria do <i>Market Timing</i>	22
2.8 Síntese descritiva de estudos empíricos sobre esta temática.....	24
Capítulo III – Revisão Legal de Contas	29
Capítulo IV – Metodologia de Investigação	34
4.1 Metodologia estudo empírico.....	35
a) Método adotado.....	35
b) Revisão da literatura e as hipóteses a testar	35
c) Modelo de análise.....	39
4.2 Amostra.....	40
4.3 Variáveis dependentes	41
4.4 Variáveis independentes	42
4.5 Regressão.....	46
Capítulo V – Apresentação e Análise dos Resultados.....	48
5.1 Análise das correlações entre as variáveis	49
5.2 Análise das estatísticas descritivas	51
5.3 Análise das regressões	54
Capítulo V – Conclusões.....	63
Referências Bibliográficas	68

Índice de tabelas

Tabela 1- Relação entre as hipóteses formuladas no estudo com as questões da literatura.....	36
Tabela 2 - Matriz correlação EndT e as variáveis independentes	49
Tabela 3 - Matriz correlação EndML e as variáveis independentes.....	50
Tabela 4 - Estatística descritiva da amostra total	51
Tabela 5 - Estatística descritiva das sociedades não sujeitas a revisão legal de contas	53
Tabela 6 - Estatística descritiva das sociedades sujeitas a revisão legal de contas....	53
Tabela 7 - Resultados das regressões amostra total	55
Tabela 8 - Resultados das regressões das empresas não sujeitas a Revisão Legal de Contas (Grupo 1)	55
Tabela 9 - Resultados das regressões das empresas sujeitas a Revisão Legal de Contas (Grupo 2)	56
Tabela 10 - Resumo dos resultados das regressões	61
Tabela 11 - Resumo dos resultados das regressões e modelo de análise.....	62
Tabela 12 - Resultados do modelo de análise	66

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Relação entre as hipóteses de análise	40
---	----

Capítulo I – Enquadramento das Estruturas de Capitais

1. Introdução

1.1 Importância do Tema

Ao longo do tempo muito se tem escrito e discutido acerca da gestão empresarial, assim como, sobre o papel e objetivos desempenhados por um gestor. As empresas têm como objetivo principal a maximização do seu lucro, sendo necessário que os gestores das empresas possuam características capazes e direcionadas a esse mesmo objetivo. Para a obtenção dos pressupostos de uma empresa, existe a necessidade de conjugar todos os recursos e conhecimentos da mesma, aleando igualmente um conjunto de decisões nas relações com o mercado e com todos os *stakeholders*¹.

Segundo definição de Allen, Myers e Brealey (2007), um gestor é como um intermediário entre a empresa e o mercado. O gestor deverá ser o pilar de ligação entre a capacidade interna da empresa e o mercado externo, sendo necessário tomar decisões e definir estratégias com o objetivo de definir o futuro da empresa. Decisões acerca de vendas, investimentos, oportunidades de negócios e o próprio recurso a financiamento externo, são momentos chave para a estruturação do futuro empresarial de uma entidade.

Assim sendo, no mundo empresarial um dos problemas que se deparam os empresários em geral e os gestores financeiros em particular, consiste em definir uma estrutura ótima de capital. Estrutura de capital é a forma como uma entidade financia os seus ativos, investimentos e oportunidades, sendo essas as fontes de recurso para se financiar, e que são normalmente divididas entre capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores). A decisão do modo como a empresa se financia é de importância vital para a entidade, uma vez que, está relacionada com a função primordial de um administrador, que é a maximização da riqueza dos acionistas. Esta relação surge, em função da obtenção do nível ótimo de uma empresa, que decorre, entre outras, da escolha da forma de financiamento da empresa que proporcione o menor custo médio ponderado de capital.

¹ *Stakeholders*: parte interessada ou interveniente.

As empresas recorrem a diferentes fontes de financiamento, sendo estas fontes internas e externas e de longo ou curto prazo. Alguns exemplos,

Financiamento externo (capital alheio):

- Crédito bancário;
- Descoberto bancário;
- Factoring;
- Leasing;
- Papel Comercial, entre outros;

Financiamento interno (capital próprio):

- Autofinanciamento;
- Cessões de ativos;
- Reforço de capitais próprios, entre outros;

Várias são as teorias e os estudos que, ao longo das últimas décadas apareceram no sentido de compreender e discutir as decisões acerca da estrutura de capital das empresas. A problemática acerca da estrutura de capital teve início num estudo pioneiro desenvolvido por Modigliani e Miller (1958), que perante um conjunto de suposições, sugerem que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital. No entanto, em 1963 os mesmos autores evoluíram a teoria inicial, e eliminaram o pressuposto da inexistência de impostos, admitindo o efeito dos impostos sobre a estrutura de capitais da empresa.

Posteriormente, os estudos e discussões foram evoluindo e foram apresentadas outras teorias, entre elas, a teoria *Pecking Order*, teoria *Trade-Off*, teoria da Agência e a teoria *Market Timing*.

Neste trabalho, iremos abordar todas estas teorias de forma a expor os argumentos apresentados por cada um dos seus autores, assim como, apresentaremos alguns estudos empíricos que foram desenvolvidos no sentido de tentar depreender como efetivamente poderão ser compreendidas as decisões dos intervenientes na formulação das estruturas de capitais das empresas.

Assim sendo, e no seguimento da área académica, Mestrado de Auditoria, optamos por efetuar uma análise das estruturas de capitais entre empresas sujeitas e não

sujeitas a revisão legal de contas (RLC), com o objetivo principal de comprovar estatisticamente se o facto de uma empresa estar sujeita por imposição legal a RLC é um fator determinante e diferenciador no momento de recorrer ao financiamento alheio.

Pretendemos assim, estabelecer o grau de comparabilidade na definição das estruturas de capitais, entre as empresas sujeitas a RLC e não sujeitas a RLC.

1.2 Objetivos do estudo e estrutura do trabalho

Como já referimos, vários foram os estudos desenvolvidos ao longo do tempo acerca da problemática da estrutura de capitais das empresas e dos fatores que determinam as decisões tomadas para a sua constituição.

Neste sentido, o estudo desenvolvido na presente dissertação foca-se na análise dos resultados obtidos tendo como base uma amostra dividida em dois blocos: empresas sujeitas a RLC e não sujeitas a RLC para o período de 2007 a 2012.

Uma vez que, a revisão legal de contas, é o expoente máximo associado ao Mestrado de Auditoria, decidimos definir este como sendo o critério principal da nossa análise.

Por um lado, entendemos que a revisão legal de contas acrescenta valor à empresa e contribui para aumentar a sua credibilidade perante os diversos *stakeholders*, assumindo assim um eventual papel preponderante no momento da tomada de decisões acerca da estrutura de capital. Por outro lado, e como nos temos deparado ao longo dos últimos anos com diversas fraudes e escândalos, quer com empresas privadas como com instituições financeiras, verificamos que a RLC é um tema em voga quer pela sua importância como fator dissuasor deste tipo de comportamentos como delimitador do grau de endividamento que uma entidade é capaz de captar dos credores externos.

Considerando o objetivo fundamental do trabalho, estabelecer análise das estruturas de capitais entre as empresas sujeitas e não sujeitas a revisão legal de contas, torna-se necessário esclarecer esses mesmos objetivos:

- Definir as variáveis que serão utilizadas no estudo empírico como sendo fatores determinantes da estrutura de capital, verificando se existe relação entre essas variáveis e as fontes de financiamento adotadas pelas empresas;

- Compreender a relação existente relativamente aos ativos fixos tangíveis e o nível de endividamento das empresas;
- Identificar a relação existente quanto à dimensão e o nível de endividamento das empresas;
- Analisar a relação existente entre a rentabilidade e o nível de endividamento das empresas;
- Compreender e analisar a relação existente entre o nível de risco de negócio e o recurso a endividamento das empresas;
- Compreender a relação de outros benefícios fiscais para além da dívida com o nível de endividamento das empresas;
- Constatar e analisar a relação entre o nível de crescimento de uma empresa e o seu nível de endividamento das empresas;
- Analisar e compreender até que ponto o facto de uma empresa ser sujeita revisão legal de contas pode ou não influenciar o seu nível de endividamento;

De forma a podermos atingir os resultados que nos propomos, a nossa dissertação está organizada em cinco capítulos. Inicialmente, no capítulo 1, efetuamos um enquadramento do tema para de seguida, no capítulo 2, expormos uma revisão da literatura fundamental, onde apresentamos as principais teorias desenvolvidas ao longo dos anos. Ainda neste mesmo capítulo e de forma a finalizarmos a análise das diferentes correntes teóricas, apresentaremos alguns estudos que foram desenvolvidos para validarem os diferentes argumentos apresentados ao longo da história.

No capítulo 3, efetuamos uma abordagem e enquadramento acerca da temática da revisão legal de contas. Descrevemos uma breve resenha histórica da auditoria a nível mundial e enquadrámos a sua evolução e importância no contexto Português. Relacionamos a temática RLC com a problemática das estruturas de capitais.

Seguidamente, no capítulo 4, descrevemos a nossa metodologia de investigação adotada. Apresentamos as nossas hipóteses a testar, definimos e explicamos os dados que revelamos da nossa amostra, as nossas variáveis utilizadas no estudo e no final do capítulo apresentamos e explicamos os resultados obtidos das nossas regressões.

Por fim, e no capítulo 5, são expostas as conclusões que retiramos da nossa investigação, as limitações que verificamos e as nossas sugestões para serem desenvolvidas em futuras investigações.

Capítulo II – Revisão da Literatura

2.1 Evolução Histórica das Teorias de Estrutura de Capital

A estrutura de capital de uma empresa, define a forma como esta financia os seus ativos, através de uma conjugação entre capital próprio e capital alheio.

Os gestores empresariais recorrem a dois tipos de financiamentos, interno ou externo, podendo ser de longo ou de curto prazo, tendo sempre presente a necessidade de gerir de forma equilibrada estas opções para obter a maximização do valor de mercado da empresa. As decisões que são necessárias tomar por parte dos gestores, e todos os fatores que influenciam essas decisões, têm sido ao longo dos anos alvo de vários estudos. As investigações acerca do tema estrutura de capital, têm apresentado resultados bastante ricos do ponto de vista empírico e técnico.

No momento de recorrer a financiamento, e de forma a sustentar a atividade da empresa e de apostar em novos projetos, as empresas podem recorrer a capital próprio (capital social, lucros gerados pela empresa e não distribuídos, prestações acessórias dos acionistas, entre outros) e a capital alheio (financiamento bancários, leasings, empréstimos obrigacionistas, desconto de letras e livranças, entre outros).

No entanto, no momento de decidir qual a forma de recorrer ao financiamento, existem diferentes fatores que influenciam as decisões dos gestores. Assim, várias têm sido as correntes teóricas abordadas por diferentes autores, que pretendem explicitar os fatores e de que forma estes influenciam as decisões da estrutura de capital das empresas.

O verdadeiro início das correntes teóricas deu-se através do modelo de Modigliani e Miller (1958), que suportavam o seu estudo em mercados de capitais perfeitos, com a inexistência de impostos, custos de falência, custos de agência, e de informação assimétrica.

Em 1963, estes mesmos autores compreenderam que a abordagem inicial era demasiado redutora, e dessa forma aperfeiçoaram o estudo de 1958 e incluíram como pressuposto de sustentação da corrente teórica, a introdução do efeito fiscal no momento de definir qual a melhor decisão para a obtenção da estrutura de capital da empresa.

De seguida, os *static trade-off models* desenvolveram estudos capazes de suportar a teoria da existência de uma estrutura de capital ótima, capaz de conciliar e equilibrar o efeito fiscal da dívida e dos custos de falência associados. Os precursores desta corrente teórica, defendem a existência de uma estrutura de capital ótima, que maximiza o valor de mercado da empresa, em resultado da conjugação, do *Trade-Off*², entre os benefícios fiscais do recurso ao capital alheio e os custos de insolvência financeira adjacentes ao recurso ao endividamento (Myers e Robichek, 1965).

Na segunda metade da década de setenta, surgiu uma nova corrente, a teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) procuraram acrescentar algo mais na análise da estrutura de capital. Os aspetos comportamentais dos acionistas, administradores, e demais interessados, foram analisados e estudados, de forma a compreender como atitudes divergentes entre os diferentes intervenientes pode influenciar a estrutura de capital da empresa.

A teoria de *Pecking Order*, desenvolvida por Myers (1984), considera que as empresas seguem uma sequência hierárquica no momento de recorrer ao financiamento. Este autor argumenta que a estrutura do capital de uma empresa não surge do nível ótimo de endividamento, mas sim tendo em conta sucessivas decisões que têm de ser tomadas em relação à fonte de financiamento. Myers (1984), concluiu que as empresas preferem recorrer inicialmente ao autofinanciamento.

Mais recentemente surgiu a corrente teórica *Market Timing*, que apareceu com o objetivo de tentar superar as lacunas deixadas em aberto pelas diferentes teorias de estudo acerca da estrutura de capital. Esta corrente surgiu, devido ao trabalho de Baker e Wurgler (2002), que se apoiam na existência de assimetrias de informação, tendo esta teoria a sua essência no momento em que a empresa aproveita uma janela de oportunidade, as chamadas “falhas” do mercado. Nesse sentido, as empresas emitem ações no momento em que estas estão sobreavaliadas e recompram as mesmas no momento em que estas estão subavaliadas.

² *Trade-Off*: o ato de escolher uma coisa em detrimento de outra.

2.2 Visão Tradicional

A estrutura de capital é caracterizada como sendo dos principais temas da área financeira, uma vez que esta temática está associada às principais questões nas tomadas de decisões acerca do financiamento de uma empresa. Ao longo dos anos, várias correntes teóricas foram desenvolvidas no sentido de tentar definir e determinar quais os fatores que influenciam os decisores no momento de definirem a sua própria estrutura de capital.

A corrente tradicional de David Durand (1952), apresentou-se como sendo a primeira corrente teórica que apresentava dados fundamentados e credíveis. Este estudo apresentado no artigo *“Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”*, defendia a existência de uma estrutura ótima de capital. As decisões sobre o financiamento de uma empresa, resultam de um “mix” de várias fontes de recursos de médio e longo prazo, apostando desde sempre na procura de um ponto de equilíbrio de estrutura ótima de capital, de forma a minimizar o custo de capital e maximizar o seu valor no mercado, através de uma combinação ideal entre capital alheio e capital próprio.

A corrente tradicionalista, defende uma estrutura ótima de capital através da combinação entre capital próprio e capital alheio, de modo a maximizar o valor da empresa. Esta corrente utiliza o custo médio ponderado de capital (CMPC) como forma de apresentar a estrutura ótima de capital de uma empresa. Este rácio surge da média ponderada entre o custo do capital próprio e do custo do capital alheio. Sendo que na visão tradicionalista a estrutura de capital ótima é atingida com a minimização do CMPC. De uma forma resumida, a teoria tradicional considera que a estrutura de capital ótima de uma empresa resulta da minimização do CMPC, atingindo uma combinação ótima entre capital próprio e capital alheio. No entanto, admite a existência de falhas no mercado de capitais: assimetria de informação³, custos de agência⁴, e o efeito de sinalização⁵.

³ De acordo com Milton Harris e Artur Raviv (1991), a assimetria de informação ocorre quando os gestores das empresas possuem informação privilegiada que os investidores não possuem. Os gestores têm maior conhecimento das oportunidades de negócio da empresa, dos riscos e retornos potenciais, etc.

⁴ De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são aqueles que têm origem em medidas adotadas para debelar os conflitos de interesses que ocorrem entre os diferentes interessados nas informações de uma empresa.

⁵ De acordo com Ross (1977), os gestores possuem informação privilegiada sobre a empresa que os investidores não possuem. Dessa forma, os investidores tentam através das decisões financeiras dos gestores compreender a informação oculta que não é transmitida pelo gestor.

2.3 Modigliani e Miller (1958)

Modigliani e Miller foram os verdadeiros pioneiros na análise da problemática das estruturas de capitais, rompendo com a visão tradicional que existia até aí. Inicialmente, em 1958, os referidos autores apresentaram a sua teoria que assentava em três proposições fundamentais, para posteriormente, em 1963, reformularem a sua teoria inicial introduzindo desta vez o efeito dos impostos na corrente teórica desenvolvida.

a) Modelo de análise

Foi através da corrente teórica lançada por Modigliani e Miller (1958) no artigo *“The cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment”*, que se iniciou verdadeiramente a base do estudo e análises acerca da formulação da estrutura de capital das empresas, rompendo com o pensamento tradicional. O pilar determinante que era defendido pela corrente Modigliani e Miller, caracterizava a empresa como um conjunto de ativos que apresentavam uma determinada capacidade de gerar proveito, tendo adjacente um determinado risco (custo de capital).

Este modelo de estrutura de capital, assenta num conjunto de premissas que defendem a inexistência de uma estrutura de capital ótima, como era defendido até então, premissas essas geradas a partir de condições puramente teóricas, associadas a um mercado de capitais perfeito.

Modigliani e Miller (1958) basearam-se num conjunto de pressupostos para sustentar o seu modelo:

- Mercados de capitais perfeitos;
- Particulares e empresas acedem a crédito nas mesmas condições;
- Inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira;
- O endividamento ilimitado e sem qualquer risco de incumprimento;
- Expectativas homogéneas dos investidores e com comportamentos racionais;
- Os ativos da empresa são divisíveis;
- A empresa apenas emite dois tipos de dívida: obrigações e capital próprio;
- Todas as empresas podem ser agrupadas por classes de rendimento/risco equivalentes;
- Decisões dos gestores têm como objetivo maximizar a riqueza dos acionistas;

O modelo recorre ao conceito de equilíbrio de mercado, segundo o qual a estrutura de capital desenvolvida por uma empresa é independente do seu valor de mercado. Segundo estes autores, a estrutura de capital é indiferente e segundo eles, *“um dos principais problemas das finanças corporativas – o problema de uma estrutura de capital ótima nas empresas - não é problema algum”* (Modigliani e Miller, 1958, p. 291) (tradução própria).

Assim sendo, Modigliani e Miller desenvolveram três proposições:

Proposição I: *Efeito do endividamento no valor da empresa – sendo que o valor de uma empresa endividada é equivalente ao valor de uma empresa não endividada.*

A proposição I defende que, a estrutura de capital de uma empresa é indiferente e independente na determinação do seu valor de mercado, ou seja, nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que outra. Segundo esta corrente, as combinações das diferentes possibilidades de financiamento da estrutura de capital não têm efeito no custo médio ponderado de capital ou no valor de mercado da empresa.

Tendo em conta as características da corrente defendida por Modigliani e Miller (1958), todos os fluxos de caixa gerados irão ser repartidos pelos detentores de capital próprio e pelos credores existentes, não importando a constituição de cada grupo na estrutura de capital da empresa, uma vez que estes apenas definem a divisão de tais fluxos de caixa, e não o seu incremento.

Neste seguimento, duas empresas equivalentes terão sempre o mesmo valor, ignorando a estrutura de capital adotada e todas as mutações e alterações que possam vir a existir.

Proposição II: Rendibilidade de ações da empresa – sendo que o retorno exigido pelos acionistas aumenta com o nível de endividamento da empresa;

A proposição II, referente à taxa de rendibilidade das ações de uma empresa, afirma que o retorno exigido pelos acionistas aumenta com o endividamento. A exigência no retorno por parte dos acionistas, é superior com o aumento do nível de endividamento existente, de forma a fazer face ao risco financeiro adjacente.

Segundo Modigliani e Miller (1958), o custo do recurso ao capital alheio é mais reduzido que o custo do capital próprio, sendo que ambos aumentam com o crescimento do grau de endividamento.

No entanto, os autores deixam bem vincado nesta proposição, que todas as tentativas de substituir capital próprio (mais oneroso) por capital alheio (mais barato) falha, porque faz com que o restante capital próprio fique mais caro, fazendo dessa forma que o custo do capital se mantenha constante (Myers, 2001).

Com a proposição II, os autores concluem que os acionistas aumentam a rentabilidade exigida como forma de compensar o maior risco financeiro assumido, à medida que a empresa aumenta o seu grau de endividamento.

Proposição III: Taxa de rentabilidade dos projetos – sendo que, na tomada de decisão de um investimento, esta é definida tendo em conta o seu retorno independentemente da sua forma de financiamento;

A proposição III está diretamente relacionada com as anteriores proposições. No momento da tomada de decisão acerca de um investimento, apenas irão ser aceites projetos que apresentem um retorno superior à taxa de desconto utilizada na categoria de risco que está inserida, tendo como premissa que a forma de financiamento utilizada é indiferente no momento da obtenção de capital.

Segundo esta proposição, o modo como um investimento é financiado, é encarado como irrelevante para determinar e definir o valor da empresa, não se colocando assim o problema da escolha de estrutura ótima de capital.

De uma forma resumida, esta proposição define, que no momento de efetuar um determinado investimento, as empresas devem ter como foco principal o retorno que daí poderá existir. Este fato ocorre, uma vez que o que afeta a rentabilidade prevista são os retornos individuais esperados, deixando completamente de parte os tipos de instrumentos necessários para a obtenção de capital capaz de financiar determinado investimento.

Em suma, Modigliani e Miller (1958), romperam com a corrente da visão tradicionalista, que defendia a existência de uma estrutura de capital ótima, marcando o início da teoria moderna da estrutura de capital. Assentavam o seu estudo, no pressuposto de um mercado de capital perfeito, onde as decisões tomadas na

definição da estrutura de capital de uma empresa não exerciam nenhuma influência na determinação do seu valor.

b) Teoria do Efeito Fiscal (1963)

O modelo criado em 1958 por Modigliani e Miller, conseguiu desenvolver uma corrente capaz de competir com a visão tradicional, embora com algumas limitações, devido ao cariz redutor implícito ao mercado de capitais perfeitos e à não consideração dos efeitos fiscais.

Assim sendo, e de forma a conseguir aperfeiçoar a corrente desenvolvida, Modigliani e Miller (1963), publicam um novo artigo "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*".

Com esta publicação, os autores demonstraram que a irrelevância do efeito fiscal demonstrada no primeiro trabalho não estaria bem avaliada e não seria a teoria mais correta. Dessa forma, neste aperfeiçoamento da teoria, os autores, defendem que num cenário com impostos, o benefício fiscal existente através do endividamento irá conduzir a uma diminuição do custo médio ponderado de capital levando a um aumento do valor da empresa. Ou seja, quanto maior for o valor dos ativos financiados através de endividamento, maior será o valor da empresa.

Desta forma, existe implícita uma vantagem fiscal pela utilização de capital alheio em detrimento do capital próprio, uma vez que os juros são aceites fiscalmente como custo e os dividendos não. Tal distinção, leva a que as empresas tenham a tentação de recorrer de uma forma mais leviana ao capital alheio, ou seja, ao financiamento externo.

Modigliani e Miller (1963) demonstraram através deste ajustamento à sua teoria, que mantendo todos os outros pressupostos analisados, esta forma de tratamento fiscal das diferentes formas de obtenção de capital, conduz a uma estrutura ótima de capital com 100% de recurso a capital alheio. Apesar disso, verificaram que apesar do benefício fiscal adjacente ao recurso a capital alheio, as empresas não deverão endividar-se totalmente, sob consequência de perderem autonomia e independência no que diz respeito à gestão de tesouraria e da opção pelas diversas fontes de financiamento.

Como é lógico, uma empresa não poderá recorrer apenas a capital alheio como forma de financiamento. Dessa forma, surgiram estudos acerca dos custos de falência que incorporados ao modelo desenvolvido por Modigliani e Miller, fariam com que o nível ótimo de endividamento fosse definido. Esta conjugação entre o efeito fiscal adjacente à utilização de capital alheio combinado com os efeitos do custo de falência, resultou na teoria de *Trade-Off*.

2.4 Teoria do *Trade-Off*

Os estudos realizados por Modigliani e Miller (1963), desenvolveram uma corrente teórica que assentava uma estrutura de capital no uso de capital de terceiros capitalizando as vantagens inerentes ao benefício fiscal adjacente.

Todavia, o endividamento e o recurso a capital externo à empresa provocam um conjunto de obrigações, principalmente com o pagamento dos juros associados a esse mesmo endividamento. Perante este cenário, a empresa está sujeita a um conjunto de riscos, associados ao incumprimento que poderá existir perante as obrigações assumidas e que podem em muitos casos conduzir a graves dificuldades financeiras, podendo mesmo levar à falência da empresa (Ross, Westerfield e Jaffe 2002).

Assim, com as diferenças e dúvidas existentes nas correntes teóricas anteriores e o nível de dívida provocada pelo recurso a capital alheio que se verificou, conduziu à existência de custos de falência como sendo um fator determinante na obtenção de uma estrutura de capital ótima.

Segundo Myers e Robichek (1965), a teoria *Trade-Off* desenvolve uma corrente que defende a existência de uma estrutura de capital ótima, que resulta da conjugação perfeita entre os benefícios fiscais resultantes do endividamento e os custos associados à insolvência financeira. Insolvência financeira essa, que ocorre no momento em que a empresa não é capaz de fazer face aos compromissos assumidos.

Segundo esta teoria, o endividamento traz vantagens à empresa via benefícios fiscais, mas por outro lado, também provoca custos e riscos associados com a insolvência financeira. Existindo assim, a hipótese de se atingir um nível de endividamento que não permite que a empresa cumpra com os seus compromissos, e no caso de existir a falência da mesma, irão ocorrer um conjunto de custos associados. Esses custos poderão ser diretos e indiretos (Warner 1977):

- Custos diretos dizem respeito aos gastos legais associados a serviços de advocacia, auditorias, tribunais, solicitadores, e peritos, assim como todos os gastos administrativos associados ao valor tempo despendidos por gestores e demais pessoas na gestão de todo o processo de falência;
- Custos indiretos incluem as vendas perdidas, desvios entre lucros esperados e realizados, incapacidade de obtenção de crédito e incapacidade de gestão externa da imagem da empresa junto de clientes, fornecedores e demais interessados;

Os custos indiretos associados à insolvência financeira de uma empresa, podem atingir consequências extremas e bastante penalizadoras. Todo o cenário associado à falência de uma empresa, provoca um conjunto de incertezas e desconfianças junto dos *stakeholders* da organização.

Os fornecedores, clientes, credores e funcionários são parte constituinte do grupo de interessados na empresa, e que sentem insegurança nas relações com uma empresa em insolvência financeira.

A imagem da empresa fica afetada e os fornecedores poderão deixar de fornecer os seus produtos, com receio de não conseguirem obter boa cobrança na hora de verem satisfeitos os compromissos financeiros para aquisição dos mesmos. Os clientes irão sentir preocupação na hora de verem garantida a qualidade do produto adquirido. Os funcionários poderão ver as suas retribuições “congeladas”, uma vez que existindo problemas de tesouraria, podem vir a não serem remunerados pelo seu trabalho. Por fim, os credores e demais entidades externas, poderão dificultar cada vez mais o recurso ao endividamento, apresentando empréstimos com condições desfavoráveis, com taxas de juros elevadas e com exigências de garantias fora do habitualmente praticadas.

A teoria *Trade-Off* defende que, uma interação entre o benefício fiscal do endividamento e os custos de falência, resulta e leva a uma estrutura de capital ótima. Tal como o nome indica esta teoria de estrutura de capital, envolve uma troca entre risco e rendibilidade. Por um lado, o uso de capital externo aumenta o grau de risco da empresa, mas por outro lado, um elevado grau de endividamento provoca uma taxa de retorno mais elevada. Se os custos de falência são limitadores de elevado grau de endividamento (desejado pela gestão), os benefícios fiscais são encorajadores desse

endividamento. Assim, e segundo a teoria *Trade-Off* só uma conjugação equilibrada destes dois fatores pode conduzir a um aumento do valor da empresa.

Segundo os autores Brigham e Houston (1999), existe um grau de recurso a capital alheio em que o risco de falência é praticamente nulo. Mas, o aumento do capital alheio na formação da estrutura de capital acima de um determinado patamar, torna os custos com a falência alarmantes, uma vez que reduz significativamente os benefícios fiscais em resultado do endividamento.

Os autores Baxter (1967), Kraus e Litzenberger (1973), Scott (1976) e Kim (1978), foram outros dos estudiosos que analisaram a problemática da estrutura de capital conjugando o endividamento e a probabilidade de falência de uma organização. Para Baxter (1967), o recurso excessivo a capital alheio por parte dos gestores, provoca uma redução do valor de mercado da empresa, provocado pelo aumento do nível de risco e da probabilidade de falência da empresa. Para os restantes autores, que desenvolveram os seus estudos tendo bem presente o efeito fiscal do recurso a capital alheio, a estrutura de capital ótima é atingida quando o valor resultante da poupança fiscal dos juros deduzidos referentes ao recurso ao endividamento igualam o valor dos custos associados à falência da empresa.

De uma forma resumida, a estrutura ótima de capital de acordo com a teoria *Trade-Off* é atingida no momento em que os custos de falência igualam-se aos benefícios fiscais.

2.5 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976), desenvolveram uma corrente teórica relacionada com os custos de agência, incorporando no seio da teoria da estrutura de capital, o estudo acerca dos comportamentos e relações entre administradores e fornecedores de capital.

Às empresas e a toda a atividade por si gerada, encontram-se subjacentes inúmeros fatores complexos e imprevisíveis, que levam à existência de um conjunto de posições e atitudes divergentes entre os diferentes atores envolvidos no complexo processo empresarial. Muitas das vezes essas atitudes e pensamentos difusos provocam conflitos e colocam graves dificuldades ao bom e normal funcionamento na obtenção do maior valor empresarial possível.

Os autores com a publicação deste artigo, pretenderam dar uma nova visão acerca dos aspetos comportamentais da administração, oferecendo uma nova visão sobre

estrutura de capital que denominaram de teoria de estrutura de propriedade (*ownership structure*).

Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência, “*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*”. De acordo com os autores, a teoria de agência está suportada por uma relação existente entre uma ou mais pessoas (o principal), que contrata outra (o agente), que se compromete a desenvolver uma ação/serviço em seu nome, obrigando à delegação de alguns poderes. Estes mesmos autores constataram que, os problemas de agência ocorrem quando o agente tenta satisfazer e maximizar os seus objetivos, antes mesmo de respeitar os compromissos assumidos com o principal, originando conflitos entre ambos que para serem eliminados provocam os chamados custos de agência.

Além destes autores, também Harris e Raviv (1990), abordaram os custos de agência associados às divergências entre acionistas e administradores. Segundo eles, o conflito é desencadeado no momento em que existe desacordo sobre a decisão de liquidação da empresa. No momento em que, os acionistas procuram a liquidação da empresa, os administradores procuram a sua continuidade. Assim, o valor do endividamento surge como meio para resolver a questão, uma vez que dá aos acionistas uma capacidade de exigirem a liquidação da empresa no momento em que esta não apresente níveis de fluxos de caixa aceitáveis.

Existem formas de tentar evitar os custos de agência associados aos potenciais conflitos, que possam existir entre acionistas e administradores. O acionistas (principal) de forma a minimizar as divergências e conflitos como os administradores (agente), podem utilizar mecanismos de vigilância, onde poderão monitorizar a atividade desenvolvida pelos administradores e além disso, realizar um plano de incentivos a oferecer ao agente de modo a salvaguardar os seus interesses. Por outro lado, também o agente pode recorrer a mecanismos que garantam a salvaguarda dos interesses do principal, desenvolvendo um conjunto de ações de planeamento suportadas por relatórios e análises, os chamados gastos de recurso (*bonding costs*).

Os custos de agência que podem ocorrer são:

- Custos com a elaboração de contratos entre as partes (acionistas vs administradores);
- Gastos incorridos pelo principal (acionistas) com os procedimentos de monitorização e vigilância da atividade desenvolvida pelo agente (administradores);
- Gastos incorridos pelo administrador no desenvolvimento de atividades que justifiquem e suportem as suas decisões;
- Perdas residuais, adjacentes à diminuição de riqueza do principal (acionista) em resultado de divergências nas decisões tomadas pelo agente (administradores);

Segundo Jensen e Meckling (1976), uma estrutura de capital ótima é atingida quando existe uma utilização proporcional entre capital próprio e capital alheio, de modo a maximizar os custos de agência.

Além dos custos de agência associados a divergências que podem ocorrer, entre acionistas e administradores, existem também divergências entre acionistas majoritários e minoritários (custos de agência de capital próprio) e divergências entre acionistas e credores (custos de agência da dívida).

Para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência de capital próprio ocorrem no momento em que existe uma abertura de capital a investidores externos. Neste momento, o administrador verificando que os seus lucros iriam reduzir, procura outras formas de aumentar a sua riqueza através de um aumento salarial ou via benefícios pecuniários (viatura da empresa, motorista particular, entre outras regalias). Uma das formas apontadas para reduzir este risco, é o recurso a capital alheio uma vez que assim existe uma redução dos fluxos de caixa excedentes na empresa.

Por outro lado, existem também custos de agência de dívida, quando ocorrem divergências entre acionistas e credores. Estas divergências, ocorrem no momento em que os acionistas decidem investir em projetos de elevado risco e também no momento da tomada de decisões que provocam um desempenho operacional da empresa abaixo das expectativas. Os credores, podem adotar medidas capazes de reduzirem os riscos associados às decisões dos gestores, aumentando a dificuldade e até barrando o acesso da empresa a novos empréstimos, com o aumento das taxas

de juro de empréstimos futuros, e adoção de medidas de acompanhamento e controlo da empresa ao longo do tempo.

2.6 Teoria da *Pecking Order*

A teoria *Pecking Order*, começa a ser desenvolvida tendo como pressuposto a existência de assimetria de informação entre os diferentes *stakeholders* da empresa, tendo os gestores uma consciência e visão acerca das perspetivas, riscos e valores muito mais clara e detalhada do que os investidores externos e demais interessados. A informação é imperfeita e assimétrica.

Segundo Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), no seguimento das assimetrias de informação existentes, as empresas seguem uma sequência hierárquica de financiamento. Inicialmente, o financiamento é feito com recursos internos (autofinanciamento), sendo que apenas quando esta forma de financiamento não for suficiente, os gestores recorrem a financiamento externo, deixando para ultimo o recurso a emissão de ações.

Para não transmitirem sinais para o mercado financeiro acerca das políticas, dos ativos e oportunidades de investimento da empresa, os gestores adotam mecanismos de formulação das estruturas de capitais baseadas no recurso ao autofinanciamento, deixando sempre para ultimo recurso os processos de financiamento que expõem a empresa (emissão de ações e financiamento alheio).

Esta teoria desenvolvida, preocupa-se com os mecanismos e formas que os gestores transmitem informações aos investidores, uma vez que estas informações devem ser credíveis e transparentes para que o mercado e todos os interessados possam compreender e avaliar com verdadeira “qualidade” a realidade da empresa.

Assim sendo, a informação assimétrica influencia a escolha do tipo de financiamento, se interno ou externo. Segundo os trabalhos desenvolvidos por Myers (1984), Brealey e Myers (1998), a teoria da hierarquia das fontes de capital de financiamento conforme “*Princípios de Finanças Empresariais*” (Brealey, Myers e Allen, 2007) resume-se assim:

- *Os gestores definem como prioridade o autofinanciamento;*
- *Adaptam os seus objetivos para os rácios de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento, tentando simultaneamente evitar modificações súbitas nos dividendos;*
- *Política de manutenção de rácios de distribuição de dividendos e flutuações não previsíveis tendo do nível de lucratividade como do das oportunidades de investimento significam que os fundos gerados internamente ora são superiores às necessidades de investimento, ora são inferiores. Se forem superiores, a empresa amortiza a dívida ou investe em valores mobiliários negociáveis. Se foram inferiores, a empresa começa por sacar do seu lado de tesouraria ou por vender a sua carteira de valores mobiliários negociáveis;*
- *Se for necessário recorrer a financiamento externo, as empresas começam por emitir os valores mobiliários mais seguros. Ou seja, começam pela dívida, depois emitem eventualmente títulos híbridos, com as obrigações convertíveis, e a seguir, como último recurso, emitem ações;*

Na teoria *Pecking Order*, fica bem definido que não existe uma estrutura de capital ótima capaz de combinar o capital alheio com o capital próprio, uma vez que existem duas fontes de capital próprio, interna e externa, uma no topo e outra no extremo da hierarquia.

Os rácios de endividamento sofrem alterações, quando existem oscilações entre os fundos gerados internamente pela empresa e as oportunidades de investimento que surgem. As empresas lucrativas, e com escassas oportunidades de investimento caracterizam-se pelo seu rácio de endividamento reduzido. Por outro lado, empresas com grandes oportunidades de investimento que não conseguem desenvolver recursos internos capazes de concretizar esses mesmos investimentos, possuem um rácio de endividamento elevado em resultado do recurso a capital alheio.

Segundo Weston e Brigham (2000), as empresas deveriam possuir uma reserva de endividamento, para que possa ser mais tarde usada na eventualidade de surgir uma oportunidade de investimento rentável e atrativa.

Além disso, e segundo Myers (1984), esta teoria vem também explicar a relação inversa entre lucratividade e o efeito alavanca entre empresas do mesmo sector. Supondo que as empresas investem para acompanhar o crescimento do seu sector,

isso então representa que as taxas de investimento serão idênticas dentro de empresas do mesmo sector. No entanto, as empresas menos lucrativas terão menos fundos gerados internamente e acabarão por recorrer mais ao endividamento.

Também os autores Leland e Pyle (1977) apresentam um estudo simples acerca da estrutura de capital. Segundo eles, um potencial investidor verifica e identifica a disponibilidade do empresário investir na empresa, antes do investidor decidir também investir. Desta forma, o investidor assume que quando o empresário se mostra disponível por investir, essa disponibilidade é vista como um sinal positivo e demonstrativo que o projeto é rentável e atrativo.

Concluindo, segundo a corrente teórica *Pecking Order*, as empresas financiam os seus investimentos preferencialmente com fundos gerados internamente, seguidas de financiamento externo e por fim através da emissão de novas ações.

2.7 Teoria do *Market Timing*

Em 2002 Malcolm Baker e Jeffrey Wurgler, introduziram uma nova corrente teórica acerca da estrutura de capitais, com a teoria *Market Timing*. Segundo estes autores, a estrutura de capital de uma empresa é uma janela de oportunidades, uma vez que as empresas emitem novas ações quando verificam que as mesmas estão sobreavaliadas e recompram quando consideram que as suas ações estão subavaliadas. Esta nova corrente teórica, procura explicar a estrutura de capital apoiando-se na existência de imperfeições e ineficiências no mercado, podendo dessa forma, a empresa aproveitar o momento favorável da sobreavaliação das suas ações, beneficiando assim os sócios, com a entrada de novos acionistas.

Baker e Wurgler definiram a teoria *Market Timing* como um elemento importante na definição das políticas de financiamento. Por um lado, esta teoria veio sustentar a emissão de ações e não de dívida, no momento em que o valor de mercado da empresa é superior ao seu valor patrimonial, assim como incita a recompra dessas mesmas ações no momento oposto. Por outro lado, as análises efetuadas aos níveis de retorno de longo prazo das ações definem que a adoção desta política de estrutura de capital é bem-sucedida.

Baker e Wurgler (2002), foram os primeiros investigadores que analiticamente estabeleceram relação entre o endividamento e a prática de *Market Timing* no mercado de ações, definindo o rácio *Market-to-Book* (MTB)⁶, como medida para analisar o impacto no curto e longo prazo. Segundo os autores, as empresas que apresentam um nível de endividamento reduzido, obtiveram financiamento através da emissão de ações, quando apresentavam um MTB elevado. Em contrapartida, as empresas com um grau de endividamento elevado, recorreram ao financiamento no mercado de ações, apresentando um rácio MTB reduzido.

Além disso, segundo os autores, a relação existente entre o valor de mercado e o valor patrimonial (MTB) aumenta a rentabilidade através da emissão de ações, tal como indica a teoria *Market Timing*. Quando o rácio MTB da empresa, apresenta valores elevados significa que a empresa se encontra sobreavaliada pelo mercado, e os administradores aproveitam a janela de oportunidade e decidem emitir ações. Por outro lado, empresas com MTB baixo, significa uma subavaliação do mercado e os gestores decidem emitir dívida. O rácio MTB, apresenta uma relação com a emissão de ações, pois permite aos gestores das empresas explorarem as expectativas dos investidores externos, tendo sempre como objetivo manter a riqueza dos acionistas da empresa.

Segundo a teoria desenvolvida por Baker e Wurgler, as decisões acerca do financiamento da estrutura de capital são definidas a partir de fatores externos, ou seja, estão subjacentes às expectativas positivas ou negativas dos investidores externos no momento em que as ações da empresa estão sobreavaliadas ou subavaliadas. De acordo com os autores existem duas explicações que podem justificar a utilização de *Market Timing* na formação do capital próprio.

Por um lado, e assumindo que os gestores e investidores são racionais, a primeira explicação baseia-se na corrente de Myers e Majluf (1984), que defendiam que existia assimetria de informação entre os diferentes *stakeholders* da empresa, tendo os gestores um maior conhecimento e vantagem perante os outros interessados. Assim, e uma vez que a empresa emite ações após comunicar uma informação positiva ao mercado, contribuindo dessa forma para a redução da assimetria de informação, o problema com a seleção adversa⁷ poderá ser inversamente proporcional ao MTB, uma

⁶ *Market-to-Book* é um rácio utilizado para medir a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor registado na contabilidade.

⁷ Existem momentos em que os gestores podem rejeitar racionalmente projetos de investimentos, se necessitarem de recorrerem à emissão de ações como forma de financiamento e estas tiverem

vez que a seleção adversa varia de empresa para empresa e ao longo do tempo. Por outro lado, a segunda explicação define a existência de gestores e investidores irracionais no mercado de capitais, e na percepção por parte dos gestores de “falhas” existentes no mercado no que diz respeito à avaliação das ações da empresa.

De acordo com esta explicação, o fato de existirem momentos em que os gestores ou investidores têm comportamentos irracionais, existem períodos de tempo em que as ações estão avaliadas de forma errada, levando a que os gestores após essa percepção, emitam ações quando estas estão sobreavaliadas e recompram quando estão subavaliadas.

De uma forma resumida, estes dois autores, desenvolveram uma corrente teórica, relacionando a utilização do fenómeno *Market Timing* no mercado de ações com o nível de endividamento da empresa na constituição da sua estrutura de capital. Segundo Baker e Wurgler (2002), as decisões acerca do financiamento das empresas são tomadas pelos gestores mediante um conjunto de alterações e volatilidades do mercado, refletindo-se na emissão de ações no momento em que estas estão sobrevalorizadas e na recompra no momento da sua subavaliação.

2.8 Síntese descritiva de estudos empíricos sobre esta temática

De forma a podermos dar seguimento à temática sobre a estrutura de capitais, iremos abordar alguns estudos empíricos realizados e dar eco às conclusões obtidas.

Em 2005 os autores Gaud, Jani, Hoesli e Bender, desenvolveram um trabalho tendo como base 104 empresas suíças cotadas em bolsa para o período de 1991-2000. Neste trabalho, os autores concluíram que as teorias *Pecking Order* e *Trade-Off* explicam as principais decisões sobre a estrutura de capital das grandes empresas suíças. Segundo o estudo, a dimensão da empresa e a tangibilidade dos ativos estão positivamente relacionadas com o grau de endividamento, e em sentido inverso, o crescimento da empresa e a rentabilidade estão negativamente relacionados com o mesmo.

subavaliadas no mercado. Por outro lado, a emissão de ações como forma de financiamento de investimentos provoca uma sobreavaliação das ações. Esta subavaliação e sobreavaliação gera um problema de seleção adversa.

Daskalakis e Psillaki (2005), desenvolveram um estudo de forma a compreender as determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do mercado Grego, Francês, Italiano e Português. Através da análise dos resultados verificou-se que o comportamento adotado na definição da estrutura de capital é semelhante nos diferentes países. Além disso, verificou-se para estes diferentes mercados de empresas, a existência de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o seu grau de endividamento, e em contrapartida a existência de uma relação negativa entre a composição do ativo e rentabilidade em função desse mesmo endividamento apresentado. Concluindo-se desta forma que, as PME's recorrem preferencialmente ao financiamento interno.

Em 2006 o autor Carlos Correa, desenvolveu uma análise acerca da estrutura de capitais nas maiores empresas Brasileiras. O estudo apresentou uma amostra inicial de 500 empresas e incidiu no período de 1999 a 2004. Segundo o estudo desenvolvido, ficou demonstrada uma relação negativa entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas contrariando desta forma a teoria *Trade-Off*. Ficou igualmente demonstrada a relação negativa entre a rentabilidade e o grau de endividamento da empresa, obstando assim a teoria *Trade-Off* e confirmando a corrente *Pecking Order*. Por fim, e contrariando ambas as teorias ficou demonstrada a relação positiva entre o risco e o nível de endividamento das empresas.

De uma forma geral, este estudo desenvolvido tendo como base as maiores empresas Brasileiras, sugere que a teoria *Pecking Order* é mais consistente do que a teoria *Trade-Off*, de modo a sustentar as tomadas de decisão acerca das suas estruturas de capitais.

Ramadan (2009), desenvolveu uma análise tendo como base empresas do Reino Unido. Segundo a autora, este estudo veio tentar preencher uma lacuna real, abordando a existência de ligação e relação entre os determinantes da estrutura de capital e o desempenho de uma empresa do mercado do Reino Unido, assim como, verificar o papel de mediador que o grau de endividamento pode provocar nessa relação. O estudo foi desenvolvido tendo em conta empresas não financeiras e cotadas no *London Stock Exchange*. De acordo com a autora, os principais resultados obtidos neste estudo são: o grau de endividamento da empresa influencia a relação existente entre o desempenho da empresa e os fatores determinantes da estrutura de capital; a existência de uma relação negativa entre o grau de endividamento e o desempenho da empresa, podendo-se deduzir que as empresas não utilizam o

endividamento como mecanismo de controlo de forma a obter o máximo desempenho da empresa – teoria da agência; uma relação positiva entre a remuneração dos gestores e o desempenho da empresa, reduzindo assim possíveis conflitos de agência.

A teoria do *Equity Market* foi testada pelos autores Bougatef e Chichti (2010), através da análise dos mercados da Tunísia e França. Para o caso da Tunísia, a amostra ficou pelas 30 empresas para o período de 2000 a 2008 após terem sido excluídas as empresas financeiras. No que se refere ao mercado Francês, a amostra cifra-se em 100 empresas cotadas no mercado de ações de Paris, SBF 120. De uma forma geral, os autores concluíram que os seus resultados são consistentes com a teoria *Equity Market*, uma vez que os gestores tiram proveito da sobrevalorização temporária através da emissão de capital próprio.

Zélia Serrasqueiro, em 2008 e 2011 desenvolveu estudos acerca da temática das estruturas de capitais. Em 2008 Serrasqueiro, tendo como base 39 empresas Portuguesas, para o período de 1998 a 2000, teve como objetivo definir a estrutura de capital ótima tendo definido para isso um conjunto de estimadores. Foram utilizados como indicadores para este estudo, os benefícios fiscais, a rendibilidade, a dimensão, a tangibilidade, o risco e o crescimento. De uma forma geral, o estudo concluiu que as empresas Portuguesas ajustam o seu nível de dívida em relação ao nível ótimo de endividamento; a dimensão e a rendibilidade podem ser consideradas como fatores determinantes na explicação da estrutura de capital das empresas Portuguesas; as maiores empresas recorrem mais ao endividamento. Assim sendo, as empresas Portuguesas recorrem preferencialmente ao capital interno e só depois ao capital externo, indo de encontro com a teoria *Pecking Order*.

Em 2011, novamente Serrasqueiro, desenvolveu um estudo acerca das estruturas de capitais no mercado Português, tendo como objetivo compreender se existem grandes variações nas decisões sobre a constituição da estrutura de capital entre diferentes PME`s.

A amostra, para a realização do estudo centrou-se no mercado Português tendo em conta PME`s não cotadas familiares⁸ e não familiares, totalizando 614 empresas

⁸ Segundo a Associação das Empresas Familiares, empresas familiares são aquelas em que uma Família detém o controlo, em termos de nomear a gestão, e alguns dos seus membros participam e trabalham na empresa.

familiares e 240 empresas não familiares para o período de 1999 a 2006. Após análise dos resultados obtidos, tendo como base a comparação da relação entre os fatores determinantes para as estruturas de capitais e o grau de endividamento de curto e médio e longo prazo para empresas familiares e não familiares, a autora conseguiu retirar várias conclusões.

Por um lado, a maior capacidade de obter grandes resultados em função do desempenho da empresa, não influencia negativamente o nível de dívida de longo prazo nas empresas não familiares, sendo que, o bom desempenho e a obtenção de bons resultados para as empresas não familiares representa uma redução mais acentuada da dívida de curto prazo, ao contrário do que acontece para as empresas familiares.

Além disso, a dimensão da empresa é o fator mais importante para a dívida de longo prazo nas empresas não familiares em relação às empresas familiares. Os ativos tangíveis têm um grau de importância relativa substancialmente maior para as empresas não familiares em relação às familiares, no que diz respeito à capacidade de substituir dívida de curto prazo por dívida de médio e longo prazo. A maior importância relativa em termos de dimensão e de ativos tangíveis nas empresas não familiares, no momento da obtenção de financiamento de longo prazo pode indicar uma maior incidência de problemas de assimetria de informação entre proprietários / gerentes e credores para este tipo de empresas, comparando com as empresas familiares.

Quando o financiamento interno das empresas se revela insuficiente, as empresas familiares de forma a financiarem as suas oportunidades de crescimento recorrem ao financiamento de médio e longo prazo e as empresas não familiares por sua vez, recorrem a dívida de curto prazo. Através destes resultados, a autora verificou que os credores preferem conceder dívida de curto prazo junto das empresas não familiares, devido aos problemas de assimetria de informação existentes entre gestores/administradores e sócios/acionistas, conduzindo a que os investidores controlem de uma forma mais efetiva o cumprimento das obrigações das empresas não familiares para com eles.

De uma forma geral, Serrasqueiro (2011), verificou através dos resultados obtidos que uma conjugação entre as hipóteses da *Pecking Order* e da teoria *Trade-Off* podem explicar as decisões de financiamento das estruturas de capital das empresas analisadas na amostra.

Rajan e Zingales (1995), desenvolveram um estudo de forma a colmatar as lacunas que existiam nas análises empíricas verificadas até ao momento. Segundo os autores, até aí os estudos existentes tinham dificuldades adjacentes à falta de consistência na informação contabilística. A amostra utilizada no estudo, focou-se nas empresas não financeiras do G7 (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Canadá). Segundo os autores, os resultados obtidos são similares entre países com diferentes ambientes institucionais, sendo que os determinantes da estrutura de capital dependem efetivamente das características das empresas. Além disso, segundo o estudo desenvolvido, os ativos tangíveis servem como colateral, levando a uma redução de custos de agência, existindo igualmente valor de liquidação em caso de falência. Rajan e Zingales (1995), indicam também que os credores preferem emprestar a empresas com rendibilidade superior, pois existe nesses casos maior probabilidade de verem os seus serviços de dívida remunerados.

Tal como abordado anteriormente, Baker e Wurgler (2002), desenvolveram um estudo onde introduziram a abordagem à teoria do *Market Timing*. De acordo com os autores, a estrutura de capitais de uma empresa resulta das consequências da postura adotada pelos gestores no mercado de ações, uma vez que estes emitem novas ações quando verificam que estas se encontram sobreavaliadas no mercado, e efetuam a sua recompra no momento que estas se encontram subavaliadas.

De seguida, no terceiro capítulo, iremos efetuar um enquadramento da temática revisão legal de contas, percorrendo a sua história e apresentando alguns argumentos que sustentem a importância que esta assume na vida empresarial, mais concretamente, no momento do recurso a endividamento externo por parte dos gestores.

Capítulo III – Revisão Legal de Contas

A auditoria financeira ou revisão legal de contas, teve o seu início na Grã-Bretanha em meados do Século XIX em consequência da Revolução Industrial operada na segunda metade do Século XVIII, que originou o desenvolvimento das empresas e o crescente movimento bolsista associado ao crescimento económico. Estas mutações provocaram o desenvolvimento do processo da RLC.

No entanto, foi nos Estados Unidos que ocorreram grandes transformações nos procedimentos, técnicas e objetivos da auditoria, tendo sido introduzida neste país pelos Ingleses na sequência da colonização.

A revisão legal de contas tem ao longo dos tempos e principalmente nos últimos anos sofrido uma expressiva evolução, de forma a responder às crescentes exigências e obrigações instituídas pelos diferentes mecanismos de regulação de cada país. Os profissionais que diretamente lidam com a auditoria, recebem de forma constante um acréscimo substancial de conhecimento em todas as áreas que envolvem de forma direta ou indireta a contabilidade e os restantes sectores de uma empresa.

A execução de trabalhos de auditoria adjacentes à revisão legal de contas, não se limita apenas à análise dos fatores sob controlo da contabilidade, alargando-se a diversas áreas que geram e fornecem informações à contabilidade, como fatores externos que de alguma forma a influenciam.

De acordo com a Comissão Nacional de Supervisão de Auditoria, podemos definir auditoria como *“A auditoria financeira (ou revisão legal de contas) é um trabalho realizado por profissionais qualificados com vista à emissão de uma opinião sobre se as demonstrações financeiras de determinada entidade dão uma imagem verdadeira e apropriada da sua situação financeira, dos resultados das suas operações e outros aspetos, de acordo com um normativo contabilístico aplicável”*. Para Edward Stamp e Maurice Moonitz do International Auditing Standards, *“uma auditoria é um exame independente, objetivo e competente de demonstrações financeiras de uma entidade, juntamente com toda a prova de suporte necessário, sendo conduzida com a intenção de exprimir uma opinião informada e fidedigna”*.

Em Portugal, a atividade profissional de Revisor só veio a ser regulamentada em 3 de Janeiro de 1972 através do Decreto de Lei nº 1/72. Posteriormente, e com a adesão de Portugal à União Europeia ficaria definido que passava a ser competência da

Ordem dos Revisores Oficiais de Contas a definição das normas técnicas da revisão legal de contas e auditoria.

Vejamos que, de acordo com a legislação em vigor, artigo 262º, 413º e 414º do Código das Sociedades Comerciais, a revisão legal de contas é destinada às seguintes entidades: sociedades anónimas; sociedades gestoras de participações sociais; sociedades por quotas com conselho fiscal; sociedades por quotas que durante dois anos consecutivos ultrapassem dois dos três limites, total do balanço 1.500.000€, volume de negócios 3.000.000€ e um número de 50 trabalhadores médio; sociedades com contas consolidadas; municípios; caixas de crédito agrícola mútuo; e agrupamentos complementares de empresas.

O aparecimento e implementação do processo de auditoria, teve como objetivo, reduzir a distância e as barreiras existentes entre o preparador e o interessado na informação financeira prestada pelas empresas. Os auditores examinam a informação financeira, transmitindo assim um aumento de fiabilidade e credibilidade dessa mesma informação. O trabalho de auditor, terá como principal finalidade reduzir ao máximo o “risco de informação” que se traduz na possibilidade da informação estar errada ou incompleta.

Assim e de acordo com a International Federation of Accountants “*o objetivo da auditoria das demonstrações financeiras, preparadas dentro de uma estrutura de reconhecidas políticas contabilísticas, é habilitar o auditor a expressar uma opinião sobre tais demonstrações financeiras. A opinião do auditor ajuda a dar credibilidade às demonstrações financeiras*”.

Podemos afirmar que, os objetivos da auditoria passam por satisfazer as necessidades dos utilizadores respondendo às suas preocupações quanto à fiabilidade da informação, e por outro lado terá também como objetivo fornecer aos clientes uma opinião sobre o seu sistema de controlo interno, contribuindo, quando assim for necessário com sugestões para a sua melhoria.

Resumidamente, a auditoria acrescenta qualidade às demonstrações financeiras da empresa, “empresta” um conjunto de benefícios que permite sustentar decisões de gestão e apresentar como trunfo no momento de negociações com entidades externas.

Os utilizadores da informação financeira das empresas, chamados *stakeholders*, podem ser identificados nas seguintes categorias:

- Investidores;
- Trabalhadores;
- Financiadores;
- Fornecedores e Outros Credores;
- Clientes;
- Governo e Instituições Públicas;
- Público;

Uma vez que, o nosso trabalho procura analisar a composição da estrutura de capital das empresas com e sem revisão legal de contas, tendo em conta as opções entre o recurso ao capital próprio ou ao capital alheio, vamos perceber especificamente para os *stakeholders* financiadores, a importância que apresenta a revisão legal de contas.

Os financiadores, devem ser caracterizados como as entidades que são capazes de disponibilizar capital externo a uma empresa no momento em que esta recorre ao mercado na busca de parceiros financeiros. Assim sendo, e tendo bem presente a finalidade e objetivos da auditoria, percebemos que os financiadores utilizam a revisão legal de contas como forma de garantir a veracidade da informação financeira das empresas e como forma de mitigar eventuais riscos associados à concessão de crédito. Os financiadores, utilizam a auditoria como forma de obterem informação que lhes permita avaliar a capacidade das empresas solverem os seus compromissos e de concederem garantias adequadas aos riscos associados ao financiamento.

Uma vez que, a definição da estrutura de capital das empresas, passa quase sempre pelo recurso ao capital externo/financiamento, pretendemos compreender se estatisticamente poderemos concluir que as empresas sujeitas a revisão legal de contas têm maior facilidade no momento de recorrer ao financiamento externo em oposição com as empresas não sujeitas a revisão legal de contas.

No fundo, pretendemos compreender se o acréscimo de qualidade que a revisão legal de contas acrescenta à informação financeira, é utilizado por parte dos financiadores como fator de distinção no momento de recorrer ao mercado financeiro de crédito por parte das empresas.

Após a apresentação efetuada, das principais teorias e estudos acerca das estruturas de capitais das empresas, assim como do enquadramento efetuado referente à importância da revisão legal de contas, pretendemos agora, no quarto capítulo, desenvolver um estudo empírico de forma a tentar responder e compreender algumas questões fundamentais:

- Caracterizar quais os fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas Portuguesas com e sem revisão legal de contas;
- Compreender se conseguimos constatar se a revisão legal de contas tem influência na tomada de decisões das empresas acerca da sua estrutura de capital;
- Comparar os resultados obtidos com trabalhos desenvolvidos por outros autores;

Capitulo IV – Metodologia de Investigação

4.1 Metodologia estudo empírico

a) Método adotado

A realização de estudos académicos e o tipo de métodos de pesquisa adotados para as evidências empíricas que pretendemos atingir, sempre provocaram divergências e diversas opiniões entre vários autores.

Para Yin (1995), existem dois grandes métodos de análise utilizados nos estudos académicos: o quantitativo e o qualitativo. Segundo este autor, os dois métodos em questão podem ser caracterizados de uma forma distinta, por um lado o método quantitativo é definido por identificar propriedades, medindo e correlacionando escalas, existindo a capacidade de medir e explicar a variância, por outro lado o método qualitativo isola itens, observando sequências e testemunhos.

De acordo com Oliveira (2002), o método de pesquisa quantitativo, tal como o próprio nome indica, significa quantificar valores através de técnicas e recursos estatísticos, como a média, percentagem, moda, mediana e desvio padrão. De acordo com o autor, o método quantitativo, é bastante usado para análise de dados económicos, apresentando grande fiabilidade e precisão nos resultados obtidos.

Na aplicação do nosso estudo empírico iremos utilizar o método quantitativo, uma vez que, os resultados obtidos foram trabalhados através de um conjunto de análises estatísticas de dados. De acordo com Fonseca (2008), “(...) os adeptos da metodologia quantitativa usam métodos estatísticos multivariados de redução de dados, sem perder informação relevante (...)”.

b) Revisão da literatura e as hipóteses a testar

Este estudo vai analisar/comparar a estrutura de capital de empresas sujeitas a revisão legal de contas e não sujeitas a revisão legal de contas, onde iremos analisar os determinantes da estrutura de capital em cada um dos grupos de empresas e comparar os resultados de forma a encontrar eventuais pontos de convergência e divergência.

Assim sendo, e tendo como base a revisão da literatura, onde surgiram questões que consideramos pertinentes, iremos formular um conjunto de hipóteses. Definiremos um conjunto de suposições, que podem ser verdadeiras ou falsas, a que chamamos hipóteses e que utilizaremos para tentar explicar determinados fatos através da verificação empírica.

Tabela 1- Relação entre as hipóteses formuladas no estudo com as questões da literatura

Hipóteses de Investigação	Questão da Literatura	Estudos empíricos de autores
<i>H1: “o nível de ativos fixos tangíveis está relacionado positivamente com o grau de endividamento”</i>	Tangibilidade dos ativos	Scott (1976)
		Stulz e Johnson (1985)
		Harris e Raviv (1990)
		Myers (1984)
		Jensen e Meckling (1976)
<i>H2: “a dimensão da empresa está positivamente relacionada com o grau de endividamento”</i>	Dimensão das empresas	Titman e Wessels (1988)
		Harris e Raviv (1990)
		Psillaki e Daskalakis (2005)
<i>H3: “a rentabilidade poderá estar negativamente relacionada com o nível de endividamento”</i>	Nível de rentabilidade das empresas	Myers (1984)
		Harris e Raviv (1990)
		Rajan e Zingales (1995)
		Carlos Correa (2006)
<i>H4: “as empresas com um elevado risco de negócio apresentam um reduzido nível de endividamento”</i>	Risco de negócio	Brito et al. (2006)
		Psillaki e Daskalakis (2005)
		Titman e Wessels (1988)
		Ramadan (2009)
		Bradley et al. (1984)
<i>H5: “o nível de outros benefícios fiscais para além dos proporcionados pela dívida, está inversamente relacionado com o grau de endividamento da empresa”</i>	Benefícios fiscais	DeAngelo e Masulis (1980)
<i>H6: “o nível de endividamento das empresas aumenta à medida que o seu nível de crescimento aumenta”</i>	Crescimento das empresas	Myers (1984)
		Myers e Majluf (1984)

De seguida, apresentaremos de forma mais pormenorizada cada uma das hipóteses, suportadas por diferentes autores, que têm sido seguidas como determinantes para a composição da estrutura de capital de uma empresa.

A tangibilidade dos ativos de uma empresa terá certamente impacto no momento de decidir o recurso a financiamento externo. Esta relação ocorre pelo facto de, um ativo tangível estar menos exposto ao problema associado à assimetria de informação, em relação ao que ocorre com os ativos intangíveis no eventual momento de liquidação ou falência da empresa. Além disso, quando são prestados ativos tangíveis como garantia no processo de obtenção de crédito, este facto é encarado como uma sinalização positiva por parte dos credores, uma vez que estes ativos são vistos como suscetíveis de serem capazes de cumprirem as obrigações em caso de incumprimento da empresa.

Para Scott (1976) e Stulz e Johnson (1985), a existência de ativos fixos tangíveis aumenta a probabilidade de emissão de dívida como garantia, diminuindo dessa forma os custos de vigilância e de controlo por parte dos credores. Harris e Raviv (1990), tendo em conta os eventuais problemas de agência entre gestores e acionistas, defendem que, empresas com grande capacidade de ativos tangíveis devem apresentar maior grau de endividamento, como forma de controlar e disciplinar as ações do gestor.

- *Hipótese 1: “o nível de ativos fixos tangíveis está relacionado positivamente com o grau de endividamento”;*

A dimensão de uma empresa será certamente um dos fatores determinantes para estrutura de capitais adotada pela mesma. Quanto maior for a empresa, maiores serão as facilidades de acesso ao crédito e em condições mais vantajosas, assim como o fator dimensão da empresa permite reduzir os custos de falência.

Para os autores Titmam e Wessels (1988), a influência da dimensão da empresa no endividamento pode ocorrer de duas formas: por um lado, as empresas aumentam o seu recurso ao endividamento ao seguirem uma estratégia de crescimento e diversificação das áreas de negócio, sendo capazes de reduzir o risco de falência. Por outro lado, quanto maior for a empresa, menor serão os custos fixos de falência relativamente ao valor global da empresa, contribuindo assim para a diminuição do custo total de endividamento.

- *Hipótese 2: “a dimensão da empresa está positivamente relacionada com o grau de endividamento”;*

De acordo com a teoria *Pecking Order*, que assenta na existência de assimetria de informação, as empresas definem através de uma ordem hierárquica as suas preferências pelas diversas fontes disponíveis no momento de recorrer ao financiamento. Segundo esta teoria, as empresas com elevada rentabilidade preferem primeiramente recorrer aos fundos gerados internamente como forma de financiamento, uma vez que este meio de financiamento acarreta custos mais baixos e uma menor dependência com entidades externas. Myers (1984) verificou que, as empresas mais rentáveis são aquelas que recorrem menos a endividamento, ou seja, segundo Myers quanto maior a rentabilidade da empresa, menos será o seu grau de endividamento. Estas conclusões de Myers foram posteriormente confirmadas por Harris e Raviv (1991) e Rajan e Zingales (1995).

Em sentido oposto, a teoria do *Trade-Off* defende que as empresas com maior nível de rentabilidade, tendem a recorrer a financiamento externo com a finalidade de poder beneficiar da poupança fiscal adjacente aos juros provocados pelo financiamento.

- *Hipótese 3: “a rentabilidade poderá estar negativamente relacionada com o nível de endividamento”;*

O risco deverá ser um fator preponderante e determinante no momento das empresas recorrerem ao endividamento externo. No entanto, ao longo dos tempos temos verificado algumas dificuldades no momento de medir o atributo risco, uma vez que os custos de insolvência são difíceis de determinar. Apesar de existirem autores que apresentaram resultados que defendem uma relação positiva entre o risco e o endividamento, Daskalakis e Psillaki (2008) defendem que o risco influencia negativamente o endividamento. Também para Brito et al. (2006), as empresas que manifestam um elevado risco apresentam menos condições para recorrerem ao endividamento, uma vez que não geram fluxos de caixa suficientes para cumprirem com os seus compromissos.

- *Hipótese 4: “as empresas com um elevado risco de negócio apresentam um reduzido nível de endividamento”;*

O recurso ao financiamento externo por parte de uma empresa poderá traduzir-se em algumas vantagens fiscais, pois o pagamento de juros associados ao financiamento podem ser dedutíveis para efeitos fiscais, provocando assim uma eventual poupança fiscal. No entanto, e tal como DeAngelo e Masulis (1980) defendem, o aumento do nível da dívida para patamares excessivos provoca a probabilidade de não existirem

resultados do desempenho da empresa que possibilitem a utilização de benefícios fiscais para além dos relacionados com a dívida.

- *Hipótese 5: "o nível de outros benefícios fiscais para além dos proporcionados pela dívida, está negativamente relacionado com o grau de endividamento da empresa"*

O crescimento de uma empresa está associado ao aumento do volume de negócios, de modo que, será de esperar que as empresas que apresentem um elevado crescimento possam recorrer de forma mais acentuada ao endividamento externo. De acordo com a Teoria *Pecking Order*, as empresas preferem inicialmente recorrer ao autofinanciamento no momento de investirem em oportunidades pontuais, no entanto, e verificando-se uma elevada taxa de crescimento, as empresas necessitam de recorrer ao financiamento externo no momento em que o autofinanciamento não se apresente capaz de responder às necessidades de investimento.

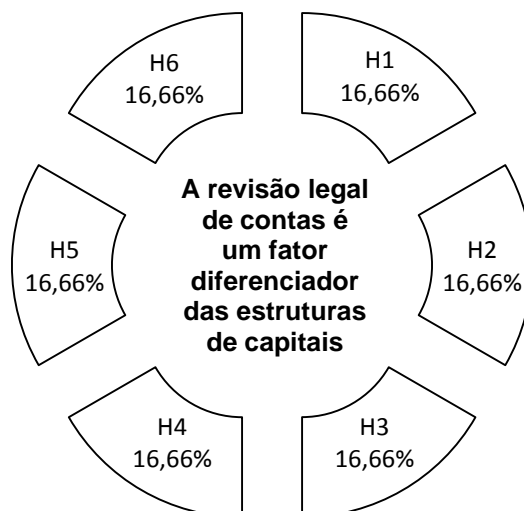
- *Hipótese 6: "o nível de endividamento das empresas aumenta à medida que o seu nível de crescimento aumenta"*

c) Modelo de análise

Através das seis hipóteses que formulamos para o nosso estudo, definimos que cada uma apresenta uma contribuição equitativa de 16,66% para as conclusões que pretendemos obter na nossa análise.

Sendo a composição das estruturas de capitais, um processo em que existem determinantes fatores e variáveis que influenciam a tomada de decisão dos gestores, avaliaremos no contexto da nossa amostra, a relação das variáveis com as hipóteses que formulamos. Ao estabelecermos esta ligação e análise para toda a nossa amostra selecionada, pretendemos responder mediante todos os resultados à nossa questão central: a revisão legal de contas assume um papel diferenciador no momento das tomadas de decisão acerca da composição da estrutura de capital de uma empresa.

Gráfico 1 - Relação entre as hipóteses de análise



4.2 Amostra

Após descrevermos as hipóteses, iremos agora considerar a nossa amostra, tendo em conta o universo de empresas Portuguesas, e sobre o qual irá ser desenvolvido o estudo apresentado neste trabalho.

O trabalho aqui apresentado, pretende desenvolver uma análise em dois grupos distintos de empresas Portuguesas, empresas sujeitas a revisão legal de contas e não sujeitas a revisão legal de contas.

Os dados necessários para a realização da pesquisa foram obtidos de uma fonte secundária, a base de dados SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, onde constam elementos de empresas da Península Ibérica. Sendo que o universo do nosso estudo recai sobre empresas Portuguesas, para o período de seis anos, compreendidos entre 2007 e 2012.

Esta análise será efetuada de forma individual para cada um dos grupos de empresas, e daí efetuaremos comparações e análises entre ambos. A grande distinção entre os dois grupos da nossa amostra fica definida pela sujeição ou não de revisão legal de contas:

Empresas Sujeitas a Revisão Legal de Contas:

- Sociedades Anónimas (S.A.);
- Sociedades por Quotas, que durante dois anos consecutivos ultrapassem dois dos três limites:
 - Total Balanço: 1.500.000 €;
 - Total Vendas e Outros Proveitos: 3.000.000 €;
 - Número de Trabalhadores Médio no Exercício: 50

Dentro deste grupo de empresas, devemos referir que devido às dificuldades em definir os critérios para a definição da nossa amostra serão excluídas as seguintes entidades: entidades obrigadas a apresentar contas consolidadas, as Caixas de Crédito Agrícola Mútuo, Câmaras Municipais, os agrupamentos complementares de empresas, as Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) e as sociedades por Quotas com Conselho Fiscal por imposição legal do contrato de sociedade. Além disso, serão excluídas as instituições financeiras, uma vez que apresentam uma estrutura de capitais diferente das empresas que iremos analisar.

Empresas Não Sujeitas a Revisão Legal de Contas:

Em contraposição com os limites definidos em cima, iremos considerar na nossa amostra as restantes empresas como não sujeitas a revisão legal de contas.

Finalmente serão ainda excluídas da amostra, empresas que não apresentem contas em todos os anos do período de análise. Para testar e analisar os dados utilizaremos o Stata/SE 13.0.

4.3 Variáveis dependentes

Uma vez que, pretendemos analisar a relação entre variáveis independentes e o endividamento das empresas do mercado Português, as variáveis dependentes terão de ser indicadores financeiros do nível de endividamento apresentado.

Tal como, Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1998) e Chittenden et al. (1996), serão utilizadas no estudo empírico como variáveis dependentes o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo. As variáveis dependentes serão calculadas da seguinte forma:

$$\text{Endividamento Total} = \text{Capital Alheio} / \text{Capital Total}$$

$$\text{Endividamento de médio e longo prazo} = \text{Capital Alheio M/L Prazo} / \text{Capital Total}$$

4.4 Variáveis independentes

Tendo em conta as hipóteses formuladas que pretendemos analisar, definimos as seguintes variáveis independentes:

- Outros Benefícios Fiscais para além da dívida

O recurso ao endividamento externo por parte de uma empresa provoca desde logo uma poupança fiscal em sede de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC). Myers (1977) considerou que o endividamento não oferece qualquer risco para a empresa, tendo igualmente não considerado que a empresa possa recorrer a outros benefícios fiscais para além daqueles que se encontram adjacentes à dívida. No entanto, DeAngelo e Masulis (1980) consideram que os benefícios fiscais associados à dívida são limitados, e que o nível de benefício fiscal associado ao endividamento só se demonstra favorável à empresa com a dedutibilidade de juros, isto se os resultados apresentados pela mesma forem capazes de aproveitar todas as fontes de poupança fiscal. Estes autores introduziram novos benefícios fiscais para além dos relacionados com a dívida, como a amortização do imobilizado, contribuições para fundos de pensões, entre outros.

Desta forma, nesta análise esperamos verificar uma relação inversa (negativa) entre a variável Outros Benefícios Fiscais para além da dívida e o rácio de endividamento.

$$\text{Outros Benefícios Fiscais para além da dívida (OBF)} = \text{Amortizações Imobilizado} / \text{EBITDA}^9$$

⁹ EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (resultado antes de juros, impostos, amortizações e depreciações).

- Dimensão

A dimensão das empresas assume um papel determinante na estrutura de capital das mesmas, esta variável tem sido alvo de várias análises e opiniões. Quando nos referimos à dimensão da empresa não fazemos apenas referência à sua dimensão física, ao seu valor, mas também ao grau de diversificação da sua atividade. Titman e Wessels (1988), Harris e Raviv (1991), defendem que empresas de grande dimensão apresentam um grau de endividamento elevado. Segundo estes autores, quanto maior for uma empresa, maior será a sua capacidade para recorrer ao financiamento externo, tendo como comparação empresas mais pequenas que apresentam maiores dificuldades e condições mais desfavoráveis para acederem ao financiamento.

No entanto, existem autores que defendem outra visão acerca da relação entre a dimensão de uma empresa e o seu grau de endividamento. Luís Rocha (2000) desenvolveu um trabalho focado na teoria financeira das pequenas e médias empresas, e segundo este autor, as pequenas e médias empresas por estarem numa fase inicial da sua vida e do seu crescimento, com recursos escassos e sem disponibilidade de autofinanciamento, o financiamento vem do recurso ao capital alheio. Ou seja, à medida que a empresa aumenta e cresce, também aumenta a sua capacidade de autofinanciamento implicando assim uma diminuição da dependência do capital alheio.

Assim sendo, e na nossa análise esperamos verificar uma relação positiva entre a variável Dimensão e o rácio de endividamento.

$$\text{Dimensão (Dim)} = \text{Log (Ativo Total)}$$

- Composição do Ativo

Muitos autores defendem que, a composição do ativo de uma empresa é determinante na escolha da estrutura de capital adotada pela entidade. Scott (1976), Stulz e Johnson (1985) defendem que, a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia perante as obrigações assumidas, aumenta a probabilidade de emissão de dívida e reduz os custos associados com o controlo e vigilância dessa mesma dívida por parte dos credores. Harris e Raviv (1990), desenvolvendo o seu estudo tendo por base os problemas de agência entre os gestores e os acionistas, sugerem que as empresas com grande volume de ativos tangíveis deverão apresentar um elevado

nível de endividamento de forma a disciplinar as ações dos gestores. Ou seja, os gestores das empresas com elevados níveis de financiamento estarão mais focalizados na concretização dos objetivos globais da entidade, deixando de parte o objetivo de otimizar as suas gratificações, pois estarão sujeitos à fiscalização e controlo por parte dos credores.

Neste fator, devemos no entanto, compreender a diferença entre ativo tangível e intangível, uma vez que é mais fácil avaliar um bem tangível do que um outro intangível. Exemplo disso passa por avaliar um bem físico e o *Know-How*¹⁰ de uma entidade.

Assim sendo, e nesta análise esperamos verificar uma relação positiva entre a variável Composição do Ativo e o rácio de endividamento.

Composição do Ativo (Cativo) = Ativos Fixos Tangíveis / Ativo Total

- Rendibilidade

A relação existente entre a rendibilidade e o endividamento, pode ser analisada tendo em conta duas perspetivas: a teoria *Pecking Order* e a teoria *Trade-Off*.

Segundo a teoria *Pecking Order*, que assenta na existência de informação assimétrica, as entidades desenvolvem uma hierarquização nas escolhas dos diferentes tipos de fontes de crédito no momento em que necessitam de recorrer ao financiamento. Empresas com elevadas rendibilidades, preferem recorrer inicialmente ao autofinanciamento em detrimento do financiamento alheio, uma vez que o custo apresentado é inferior. Myers (1984), Harris e Raviv (1990) defendem que, quanto maior a rendibilidade interna apresentada, menor é a necessidade de recurso à dívida.

Por outro lado, a teoria *Trade-Off* defende o oposto daquilo que apresentamos anteriormente. Segundo esta teoria, as empresas que apresentam elevadas rendibilidades tendem a recorrer à dívida externa com maior facilidade, para dessa forma beneficiarem da poupança fiscal que daí resulta. Segundo Rajan e Zingales (1995), as empresas com altas rendibilidades, provocam um efeito positivo junto dos

¹⁰ *Know-How*: é um conjunto de conhecimentos práticos adquiridos por uma empresa ou um profissional que lhe confere vantagens competitivas. Podem ser fórmulas secretas, informações, tecnologias técnicas, entre outras.

credores, uma vez que os credores preferem conceder empréstimos a empresas com rentabilidade superior.

Suportados na teoria *Pecking Order*, e apesar das divergências que são apresentadas em outros estudos, esperamos verificar uma relação negativa entre a variável Rentabilidade e o rácio de endividamento.

$$\text{Rentabilidade (Rend)} = \text{Resultado Operacional}^{11} / \text{Ativo Total}$$

- Crescimento

De uma forma geral, uma empresa que apresenta um elevado grau de crescimento (sustentado), apresenta melhores condições e capacidades para recorrer a financiamento externo, traduzindo assim a vitalidade financeira que ostenta face aos compromissos assumidos.

Segundo Myers (1977), as oportunidades de crescimento são um fator determinante nas conclusões, que podemos advir no momento de analisar as variáveis influentes na estrutura de capital de uma empresa. De acordo com o seu estudo, as empresas com maiores oportunidades de crescimento, recorrem primordialmente a capitais próprios como forma de se financiarem e sustentarem essa oportunidade, para assim garantirem a sua autonomia e flexibilidade no momento da tomada de decisões.

No entanto, se a empresa apresentar uma pequena capacidade de gerar resultados para se autofinanciar, o recurso ao financiamento externo apresenta-se como a solução seguinte para sustentar a oportunidade de crescimento adjacente ao investimento necessário. De acordo com Myers e Majluf (1984), e Ramalho e Silva (2009), a relação entre o crescimento e o endividamento apresenta uma relação positiva. Segundo os autores, aqui encontramos implícita a Teoria *Pecking Order*, uma vez que, as empresas sem capacidade para se autofinanciarem até ao limite pretendido apresentam o recurso ao endividamento como segunda via para colmatar as necessidades.

¹¹ Resultado Operacional: é o resultado gerado pela atividade principal de uma empresa, sendo apurado pela diferença entre os proveitos da atividade da empresa e os custos relacionados com a obtenção desses mesmos proveitos.

Assim sendo, esperamos verificar uma relação positiva entre a variável Crescimento e o rácio de endividamento.

$$\text{Crescimento (Cresc)} = (\text{Ativo Total}^{200X} / \text{Ativo Total}^{200X-1}) - 1$$

- Risco

O risco inerente ao processo de negócio, é um fator que determina e influencia de uma forma preponderante as decisões tomadas pelas empresas no momento de recorrerem a financiamento. O risco de negócio pode ser analisado tendo em conta duas vertentes, por um lado as empresas com uma maior dificuldade em apresentarem resultados consistentes e com um elevado grau de certezas, apresentam um risco de negócio maior quando comparadas com empresas estáveis e com resultados positivos. Por outro lado, devemos também analisar que empresas que apresentam um elevado grau de endividamento incorrem em maiores riscos na persecução dos seus objetivos de negócio, conduzindo a um maior risco de insolvência e de incumprimento.

Apesar das grandes divergências que existem nos estudos desenvolvidos, acerca da influência do risco de negócio no nível de endividamento apresentado pelas empresas, Gaud et al (2005) e Brito et al (2006) defendem que o risco de negócio apresenta uma relação negativa em relação ao nível de endividamento empresarial. De acordo com os autores, empresas que apresentem elevados níveis de risco de negócio têm menos capacidade de recorrer ao financiamento externo.

Desta forma, e apesar das divergências que são apresentadas entre os diferentes estudos, na nossa análise esperamos verificar uma relação negativa entre a variável Risco e o rácio de endividamento.

$$\text{Risco de Negócio (Risco)} = \sigma \left\{ \frac{(VN^{200X}) - (VN^{200X-2})}{\text{Média}(VN^{200X})} \right\}$$

4.5 Regressão

Após definirmos e explicarmos as variáveis dependentes e independentes do estudo, passaremos agora à apresentação do modelo de regressão a utilizar.

Assim, utilizaremos uma base de dados em painel estático não equilibrado, visto que não temos disponível informação para todos os anos de todas as variáveis.

Além disso, e de acordo com Baltagi (2008) e Gujarati (2003), optamos pela análise dos dados em painel, uma vez que analisa de forma permanente e equivalente dados *cross-section* e dados temporais. Por outro lado, são inúmeras as vantagens inerentes à utilização desta metodologia: reduzimos a multicolinearidade e aumentamos os graus de liberdade, visto existir um maior número de observações o que nos permite uma maior eficiência.

Para aplicar a metodologia de dados em painel, será usado o modelo dos efeitos fixos, uma vez que, este exclui todas as variáveis que influenciam o modelo mas que não se mostram relevantes. Este modelo estima-se através do seguinte pressuposto: $(X_{it}, \alpha_i) \neq 0$. Deste modo, o modelo será escrito da seguinte forma:

$$Y_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i + \eta_{it}$$

Y – variáveis dependentes;

X – variáveis independentes;

i – número de empresas = 1 a n;

t – número de anos = 1 a 6;

η_{it} – erro de variação temporal;

α_i – efeito não observado;

Finalmente iremos utilizar duas regressões, uma destinada à primeira variável dependente, o Endividamento Total (EndT) e a segunda destinada ao Endividamento de Médio e Longo Prazo (EndML):

Equação 1 (Endividamento Total):

$$EndT_{it} = \beta_1 OBF_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Dim_{it} + \beta_4 Cativo_{it} + \beta_5 Rend_{it} + \beta_6 Cresc_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 2 (Endividamento de Médio e Longo Prazo):

$$EndML_{it} = \beta_1 OBF_{it} + \beta_2 Risco_{it} + \beta_3 Dim_{it} + \beta_4 Cativo_{it} + \beta_5 Rend_{it} + \beta_6 Cresc_{it} + \varepsilon_{it}$$

Após a metodologia apresentada, onde definimos as hipóteses que pretendemos testar na nossa análise através das variáveis dependentes e independentes apresentadas, vamos, no quinta capítulo, expor, debater, explicar e discutir os resultados obtidos.

Capítulo V – Apresentação e Análise dos Resultados

Devemos ter bem presente que, na análise dos resultados que iremos efetuar neste capítulo, estes recaem sobre dois grupos de empresas que compõem a amostra que definimos, por um lado o grupo de empresas sujeitas a revisão legal de contas e por outro as empresas não sujeitas a revisão legal de contas.

5.1 Análise das correlações entre as variáveis

Inicialmente, iremos analisar as matrizes de correlações entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes de endividamento total e endividamento de médio e longo prazo.

A tabela 2, que apresentamos de seguida, apresenta a matriz de correlação entre o endividamento total (EndT) e as variáveis independentes que utilizaremos na nossa análise.

Tabela 2 - Matriz correlação EndT e as variáveis independentes

	EndT	OBF	Risco	Dim	Cativo	Rend	Cresc
EndT	1						
OBF	0,0394 ***	1					
Risco	-0,0009	-0,0071 ***	1				
Dim	0,1649 ***	-0,0042 ***	0,0062 ***	1			
Cativo	0,1823 ***	0,1344 ***	-0,0051 ***	0,0341 ***	1		
Rend	-0,1867 ***	0,0523 ***	-0,0488 ***	-0,0875 ***	-0,0649 ***	1	
Cresc	0,1143 ***	0,0015	-0,0497 ***	0,0181 ***	-0,0199 ***	0,2150 ***	1

*** Nível de significância de 1%

Da análise da tabela 2, constatamos desde logo, que a relação entre as variáveis independentes com o endividamento total (EndT) apresenta correlações estatisticamente significativas com exceção da relação entre o EndT e o Risco. No que diz respeito às restantes variáveis, constatamos que não existe uma relação com significância entre a variável outros benefícios fiscais (OBF) e a variável crescimento (Cresc).

Podemos verificar igualmente, uma correlação positiva entre o EndT e as variáveis independentes OBF, Dim, Cativo e Cresc, e uma correlação oposta com a variável Rend.

De seguida, e através da tabela 3, expomos os resultados obtidos na matriz de correlação entre o endividamento de médio e longo prazo (EndML) e as variáveis independentes.

Tabela 3 - Matriz correlação EndML e as variáveis independentes

	EndML	OBF	Risco	Dim	Cativo	Rend	Cresc
EndML	1						
OBF	0,2780 ***	1					
Risco	0,1000 ***	-0,0067 ***	1				
Dim	0,1187 ***	-0,0035 ***	0,0067 ***	1			
Cativo	0,1835 ***	0,1334 ***	-0,0062 ***	0,0355 ***	1		
Rend	-0,1222 ***	0,0546 ***	-0,0483 ***	-0,0868 ***	-0,0644 ***	1	
Cresc	-0,0012	0,0032	-0,0498 ***	-0,0180 ***	-0,0193 ***	0,2172 ***	1

*** Nível de significância de 1%

Relativamente à significância dos resultados obtidos das correlações entre as variáveis, verificamos que, todas assumem grande relevância estatística com exceção da relação entre a variável EndML e a variável Cresc.

Podemos constatar que, a variável dependente EndML apresenta uma correlação positiva com as variáveis independentes OBF, Risco, Dim, Cativo e uma relação inversa com a variável Rend.

Por fim, e tendo em atenção as correlações existentes entre as variáveis, podemos também concluir pela não existência de problemas de multicolinearidade. De acordo com o autor Gujarati (2003), a multicolinearidade diz respeito à existência de uma relação linear entre todas ou algumas das variáveis utilizadas para explicar um modelo de regressão. Ainda segundo o mesmo autor, teremos problemas de multicolinearidade no momento em que os coeficientes das correlações entre as variáveis excedam o valor de 0,8. Tal como podemos verificar em ambos os resultados obtidos para as diferentes correlações expressas na tabela 2 e 3, não existem problemas desse género.

5.2 Análise das estatísticas descritivas

Nesta fase do trabalho, iremos analisar alguns indicadores estatísticos de forma a podermos identificar semelhanças e diferenças nas variáveis dependentes e independentes que selecionamos. Na tabela seguinte, apresentamos os indicadores tendo em conta a nossa amostra total, para o grupo das empresas sujeitas a RLC e não sujeita a RLC.

Tabela 4 - Estatística descritiva da amostra total

Amostra Total	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Endividamento Total	756.030	0,509	0,278	0,008	0,532	1,000
Outros Benefícios Fiscais	756.030	0,362	0,793	-5,520	0,359	5,820
Risco	756.030	11,481	4,087	7,186	9,449	18,172
Dimensão	756.030	5,559	1,411	2,664	5,436	9,554
Composição do Ativo	756.030	0,254	0,248	0,000	0,169	2,230
Rendibilidade	756.030	0,052	0,116	-0,435	0,039	0,544
Crescimento	756.030	0,119	0,404	-0,532	0,025	3,540
Total de Ativos (m€)	756.030	762	1.578	14	230	14.099
Endividamento Médio e Longo Prazo						
Prazo	757.894	0,174	0,239	-0,068	0,018	0,887
Outros Benefícios Fiscais	757.894	0,359	0,792	-5,648	0,357	5,705
Risco	757.894	11,474	4,086	7,186	9,449	18,172
Dimensão	757.894	5,538	1,420	2,566	5,418	9,554
Composição do Ativo	757.894	0,252	0,247	0,000	0,168	2,230
Rendibilidade	757.894	0,053	0,116	-0,437	0,039	0,545
Crescimento	757.894	0,118	0,402	-0,535	0,025	3,540
Total de Ativos (m€)	757.894	754	1.570	13	225	14.099

Da análise efetuada à nossa amostra, tal como podemos constatar na tabela 4, podemos desde logo determinar que, a média do endividamento total para o período de 2007 a 2012, se situa nos 51%. Além disso, e no que diz respeito ao endividamento de médio e longo prazo para o período homólogo, a média deste situa-se nos 17%.

Olhando para os resultados, que outros autores obtiveram nos estudos relacionados com a temática da estrutura de capitais, os nossos resultados para o nível de endividamento estão de acordo com aquilo que foi apresentado. Jorge e Armada (2001) desenvolveram um estudo com uma amostra de 93 empresas Portuguesas não financeiras para o período de 1990 a 1995 e obtiveram resultados idênticos, com um endividamento total na ordem dos 52% e de 12% para endividamento de médio e longo prazo. Carlos Correa (2006), desenvolveu o seu estudo tendo por base uma amostra de 389 empresas Brasileiras não financeiras e com os dados disponíveis de

forma interrupta para o período de 1999 a 2004, tendo obtido uma taxa de 61,6% para o endividamento total.

Decompondo a variável do endividamento, tendo em conta a sua maturidade e verificando a média do endividamento de médio e longo prazo apresentado (17%), concluímos que o endividamento de curto prazo para a nossa amostra se situa nos 34%.

Estes resultados vão de encontro com as características apresentadas pelo mercado empresarial Português. De acordo com um estudo desenvolvido pela Associação Industrial Portuguesa intitulado como “Inquérito ao Crédito” realizado em Março de 2012 obteve algumas informações relevantes e que estão de acordo com os resultados que obtivemos:

- o crédito bancário (endividamento externo) assume um papel preponderante na vida de 70% das empresas Portuguesas;
- o recurso a financiamento externo de curto prazo (tendo a conta corrente caucionada papel de destaque), é o tipo de crédito mais utilizado pelas empresas, cerca de 76%;

Olhando para as restantes variáveis independentes da amostra total podemos destacar algumas conclusões. No que concerne à composição do ativo das empresas, 25% do Ativo das mesmas diz respeito a Ativo Fixo Tangível, tendo apresentado em média uma percentagem de crescimento na casa dos 12%. No que diz respeito à rentabilidade apresentada pelas empresas, constatamos que os Resultados Operacionais¹² representam 5% do nosso Ativo Total. Além disso, os resultados obtidos da nossa amostra apresentam uma taxa de risco de cerca de 11% face ao endividamento.

Analisando as tabelas 5 e 6, e repartindo a nossa amostra em sociedades sujeitas a revisão legal de contas (Grupo 1) e não sujeitas a revisão legal de contas (Grupo 2), podemos constatar que a nível da média do endividamento total existe uma pequena diferença entre ambos os grupos, sendo que as sociedades que compõem o Grupo 1 apresentam uma taxa de 51% e as sociedades do Grupo 2 de 54%.

¹² Resultado Operacional = Proveito Operacionais – Custos Operacionais (é o resultado gerado pela atividade principal da empresa)

Tabela 5 - Estatística descritiva das sociedades não sujeitas a revisão legal de contas

	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Endividamento Total	698.521	0,507	0,278	0,008	0,529	1,000
Outros Benefícios Fiscais	698.521	0,373	0,774	-5,520	0,365	5,820
Risco	698.521	11,474	4,084	7,186	9,449	18,172
Dimensão	698.521	5,415	1,312	2,664	5,326	2,230
Composição do Ativo	698.521	0,249	0,243	0,000	0,167	0,544
Rendibilidade	698.521	0,054	0,117	-0,435	0,040	0,544
Crescimento	698.521	0,119	0,401	-0,532	0,027	3,540
Total de Ativos (m€)	698.521	571	1.144	14	206	14.096
Endividamento Médio e Longo Prazo	700.070	0,173	0,240	-0,051	0,014	0,887
Outros Benefícios Fiscais	700.070	0,370	0,773	-5,647	0,363	5,704
Risco	700.070	11,468	4,083	7,186	9,449	18,172
Dimensão	700.070	5,395	1,321	2,566	5,309	9,554
Composição do Ativo	700.070	0,247	0,241	0,000	0,166	2,230
Rendibilidade	700.070	0,055	0,118	-0,437	0,041	0,545
Crescimento	700.070	0,118	0,400	-0,535	0,027	3,540
Total de Ativos (m€)	700.070	565	1.137	13	202	14.096

Tabela 6 - Estatística descritiva das sociedades sujeitas a revisão legal de contas

	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Endividamento Total	57.509	0,535	0,277	0,008	0,568	1,000
Outros Benefícios Fiscais	57.509	0,231	0,977	-5,516	0,276	5,818
Risco	57.509	11,560	4,122	7,186	9,449	18,172
Dimensão	57.509	7,299	1,414	2,666	7,478	9,554
Composição do Ativo	57.509	0,309	0,300	0,000	0,207	1,190
Rendibilidade	57.509	0,030	0,098	-0,434	0,023	0,543
Crescimento	57.509	0,125	0,434	-0,532	0,010	3,540
Total de Ativos (m€)	57.509	3.090	3.312	14	1.768	14.099
Endividamento Médio e Longo Prazo	57.824	0,188	0,237	-0,068	0,071	0,887
Outros Benefícios Fiscais	57.824	0,221	0,985	-5,648	0,272	5,705
Risco	57.824	11,551	4,120	7,186	9,449	18,172
Dimensão	57.824	7,271	1,431	2,567	7,455	9,554
Composição do Ativo	57.824	0,308	0,299	0,000	0,206	1,190
Rendibilidade	57.824	0,030	0,099	-0,437	0,023	0,545
Crescimento	57.824	0,122	0,430	-0,535	0,009	3,540
Total de Ativos (m€)	57.824	3.054	3.304	13	1.729	14.099

No que concerne à média endividamento de médio e longo prazo, verificamos uma taxa de 17% para as sociedades do Grupo 1 e uma taxa de 19% para as empresas do Grupo 2.

Assim sendo, podemos concluir que em ambos os grupos, a grande maioria das empresas recorrem ao endividamento de curto prazo como forma de satisfazer as suas necessidades. Para o Grupo 1 verificamos uma taxa de endividamento média de curto prazo de 34% e para o Grupo 2 de 35%. Desde logo podemos constatar que, o facto de ser ou não sujeita a revisão legal de contas não influencia de forma determinante a escolha por parte dos empresários no momento de optar pelo endividamento a curto prazo em oposição ao médio e longo prazo.

No que diz respeito às variáveis independentes, analisando os resultados obtidos e tendo em atenção a divisão da nossa amostra no Grupo 1 e Grupo 2, verificamos que, no que diz respeito à composição do ativo, 25% do Ativo das empresas do Grupo 1 dizem respeito a Ativo Fixo Tangível (de acordo com a amostra total), por outro lado, e para o Grupo 2, 31% do Ativo destas empresas diz respeito a Ativo Fixo Tangível. Em média a percentagem de crescimento apresentada em ambos os Grupos ronda 12%. A nível dos Resultados Operacionais apresentados, verificamos que para o Grupo 1 estes representam 5% do Ativo Total das empresas (idêntico à amostra total), e por sua vez o Grupo 2 apresenta uma percentagem de 3% dos Resultados Operacionais no Total do Ativo. Por fim, em ambos os Grupos em consideração existe uma exposição ao risco face ao endividamento a rondar os 11% a 12%.

Por fim, devemos referir que, verificamos uma discrepância significativa entre o número de observações da nossa amostra para a variável endividamento total e endividamento de médio e longo prazo, nas tabelas das estatísticas descritivas apresentadas anteriormente. Esta situação é justificada pela existência de *missing values*, ou seja, ausência de valores para determinadas variáveis, seja por falhas no processo de seleção ou revisão.

5.3 Análise das regressões

De seguida, iremos analisar e expor os resultados obtidos nas regressões formuladas para a nossa amostra selecionada. Analisaremos os nossos resultados, tentando responder às hipóteses que formulamos para a nossa amostra total e a sua decomposição de acordo com a sujeição ou não à revisão legal de contas.

Tabela 7 - Resultados das regressões amostra total

Variáveis Independentes	Relação Espectável	Endividamento Total (EndT)		Endividamento Médio/Longo Prazo (EndML)	
		β	t	β	t
Outros Benefícios Fiscais	Negativa	-0,0030 ***	-10,61	-0,0021 ***	-6,01
Risco	Negativa	-0,0007 ***	-16,40	0,0037 ***	69,80
Dimensão	Positiva	0,0790 ***	67,61	0,0812 ***	65,69
Composição do Ativo	Positiva	0,1771 ***	62,37	0,0986 ***	30,76
Rendibilidade	Negativa	-0,2786 ***	-109,28	-0,1572 ***	-58,69
Crescimento	Positiva	0,0533 ***	80,19	-0,0131 ***	-15,68
F		4.806,14 ***		2.536,95 ***	
R ²		10,66%		4,36%	
Nº Observações		246.332		245.876	

β - Coeficientes estimados

t - Desvio padrão dos coeficientes

*** - Nível de significância 1%

Desde logo, podemos constatar através dos resultados obtidos para a amostra global do endividamento total e de médio e longo prazo, que todas as variáveis independentes apresentam resultados estatisticamente significantes.

Tabela 8 - Resultados das regressões das empresas não sujeitas a Revisão Legal de Contas (Grupo 1)

Variáveis Independentes	Relação Espectável	Endividamento Total (EndT)		Endividamento Médio/Longo Prazo (EndML)	
		β	T	B	T
Outros Benefícios Fiscais	Negativa	-0,0036 ***	-12,35	-0,0025 ***	-6,58
Risco	Negativa	-0,0007 ***	-16,75	0,0040 ***	70,90
Dimensão	Positiva	0,0784 ***	64,80	0,0833 ***	63,95
Composição do Ativo	Positiva	0,1946 ***	67,21	0,1019 ***	30,10
Rendibilidade	Negativa	-0,2785 ***	-106,99	-0,1579 ***	-57,15
Crescimento	Positiva	0,0557 ***	81,37	-0,0136 ***	-15,48
F		4.857,25 ***		2.510,36 ***	
R ²		11,24%		4,58%	
Nº Observações		228.521		228.024	

β - Coeficientes estimados

t - Desvio padrão dos coeficientes

*** - Nível de significância 1%

Tabela 9 - Resultados das regressões das empresas sujeitas a Revisão Legal de Contas (Grupo 2)

Variáveis Independentes	Relação Espectável	Endividamento Total (EndT)		Endividamento Médio/Longo Prazo (EndML)	
		β	t	β	T
Outros Benefícios Fiscais	Negativa	0,0012	1,23	0,0010	0,96
Risco	Negativa	-0,0004 **	-2,49	0,0003	1,86
Dimensão	Positiva	0,0704 ***	16,14	0,0625 ***	15,23
Composição do Ativo	Positiva	0,0329 ***	3,20	0,0695 ***	6,81
Rendibilidade	Negativa	-0,3033 ***	-24,43	-0,1268 ***	-11,41
Crescimento	Positiva	0,0336 ***	12,21	-0,0057	-1,95
F		165,82 ***		65,38 ***	
R ²		6,26%		2,25%	
Nº Observações		20.399		20.489	

β - Coeficientes estimados

t - Desvio padrão dos coeficientes

*** - Nível de significância 1%

** - Nível de significância 3%

No que diz respeito à amostra subdividida tendo em conta a sujeição ou não à revisão legal de contas, verificamos que, os resultados do Grupo 1, tabela 8, que compõem as empresas não sujeitas a RLC apresentam, tal como a amostra total, resultados com significância máxima.

Por outro lado, no que diz respeito aos resultados que constam na tabela 9 referentes, às empresas sujeitas a revisão legal de contas, Grupo 2, podemos afirmar que todas as variáveis apresentam resultados estatisticamente significantes com exceção das variáveis OBF (outros benefícios esperados para além da dívida), Risco e Crescimento, que não apresentam significância na tomada de decisões dos gestores no momento de recorrer ao endividamento.

Iniciaremos agora a análise dos resultados obtidos para cada uma das variáveis definidas no estudo:

- Composição do Ativo (Cativo):

Esta variável apresenta resultados estatisticamente significativos que comprovam a Hipótese 1, “o nível de ativos fixos tangíveis está relacionado positivamente com o

grau de endividamento”. A Composição do Ativo é definida através do quociente entre o valor dos ativos fixos tangíveis com o ativo total, e através do qual podemos verificar a predominância dos ativos fixos tangíveis na composição do ativo total de uma sociedade. Com os resultados obtidos, identificamos uma relação positiva entre o endividamento e a variável Cativo. Assim sendo, concluímos que as empresas, independentemente de estarem ou não sujeitas a revisão legal de contas, e que apresentem um maior índice de tangibilidade de ativos, que são utilizados como meios facilitadores de acesso ao capital alheio, apresentam patamares de endividamento mais elevados. Podemos concluir assim, que a existência de ativos capazes de serem utilizados como garantia, potenciam ou elevam o acesso ao financiamento.

Estas conclusões apresentadas vão de encontro com estudos realizados por alguns autores. Jensen e Meckling (1976) e Myers (1984) obtiveram resultados que comprovam, que a composição do ativo pode ser definida como uma variável determinante nas escolhas para a estrutura de capital das empresas. De acordo com estes autores, as empresas com maior capacidade de prestar garantias, conseguem recorrer ao capital alheio de uma forma mais facilitada e com melhores condições, ao contrário do que acontece para as empresas com reduzida capacidade de apresentar ativos como garantias.

- Dimensão (Dim):

No que diz respeito à variável Dim, utilizada para comprovar a Hipótese 2, “*a dimensão da empresa está positivamente relacionada com o grau de endividamento*”, conseguimos verificar mediante os resultados apresentados que este é também um fator determinante da estrutura de capital das sociedades. Com os resultados que obtivemos para as regressões das diferentes amostras, concluímos que existe uma relação positiva entre a dimensão de uma sociedade e o seu nível de endividamento.

Os resultados apresentados vão de encontro com os resultados obtidos por Harris e Raviv (1991). Segundo estes, à medida que uma empresa aumenta a sua dimensão no mercado empresarial, reduz as possibilidades de insolvência e aumenta a sua capacidade de recorrer a financiamento externo. Além disso, em sentido oposto, as empresas de dimensão mais reduzida apresentam maiores dificuldades no momento de obterem financiamento externo e em condições que se apresentem sustentáveis para a sua sobrevivência.

- Rendibilidade (Rend):

Relativamente a esta variável, utilizada como forma de constatar a veracidade da Hipótese 3, *“a rendibilidade poderá estar negativamente relacionada com o nível de endividamento”*, apresenta resultados estatisticamente significantes para todas as análises efetuadas. Através da variável Rend, conseguimos confirmar a relação negativa existente entre o recurso ao endividamento por parte das empresas que apresentam resultados elevados.

Com estes resultados concluímos que, para ambos os tipos de grupos de sociedades, as empresas que conseguem reter lucros e garantir o seu autofinanciamento, não tendem a recorrer ao endividamento externo. Estas conclusões estão de acordo com a teoria de *Pecking Order*, uma vez que, e de acordo com esta corrente, os gestores optam preferencialmente por recorrer em primeiro lugar ao autofinanciamento como forma de financiar investimentos e oportunidades de crescimento, recorrendo apenas em casos de necessidade ao financiamento externo e por fim à emissão de novas ações como forma de se autofinanciar.

- Outros Benefícios Esperados para Além da Dívida (OBF):

Quanto à variável OBF, os resultados obtidos apresentam-se estatisticamente significantes para amostra total e para as empresas não sujeitas a revisão legal de contas. Em oposto, para a amostra das empresas sujeitas a revisão legal de contas os valores apresentam-se insignificantes. Assim sendo, e de acordo com os resultados que obtivemos, a Hipótese 5 *“o nível de outros benefícios fiscais para além dos proporcionados pela dívida, está negativamente relacionado com o grau de endividamento da empresa”*, é validada para a amostra total e para a amostra referente às empresas não sujeitas a RLC.

Desta forma, demonstramos que empresas com outros benefícios fiscais para além dos que são proporcionados pela dívida apresentam índices de endividamento mais reduzidos. Estes resultados, vão de encontro com o estudo apresentado por DeAngelo e Masulis (1980), e que segundo os mesmos, as empresas reduzem o seu nível de endividamento à medida que apresentam um aumento dos níveis de outros benefícios fiscais para além da dívida, visto que este aumento provoca uma diminuição da poupança marginal gerada pela dívida.

- Risco (Risco):

No que diz respeito a esta variável, podemos verificar que a mesma apresenta resultados estaticamente significantes para a amostra total, e para a amostra referente às empresas não sujeitas a revisão legal de contas, tendo em conta as variáveis, EndT e EndML. Por outro lado, e no que se refere à amostra das empresas sujeitas a revisão legal de contas, os resultados apresentam alguma relevância estatística para a variável EndT e não se apresentam significativos para a variável EndML.

Assim sendo, e tendo como base os resultados apresentados, verificamos que obtivemos em algumas situações, resultados divergentes daqueles que eram esperados, não conseguindo desta forma validar a Hipótese 4, *“as empresas com um elevado risco de negócio apresentam um reduzido nível de endividamento”*, para todas as amostras analisadas. Desde logo, podemos constatar que os resultados que obtivemos para a variável EndT validam em todos os tipos de amostra a Hipótese 4, e por outro lado, para a variável EndML não conseguimos validar a referida hipótese para nenhum dos casos.

Ao longo dos tempos, e tendo em conta os estudos que foram realizados, verificou-se grandes dificuldades em conseguir caracterizar e definir corretamente a variável Risco. Existem estudos contraditórios, muito pela dificuldade que existe em determinar os custos associados à insolvência de uma empresa. Assim, iremos analisar os resultados tendo em conta os dois tipos de relação verificadas.

A relação positiva que nos deparamos entre a variável Risco e o EndML, vai de encontro com os estudos desenvolvidos por Ramadan (2009) e Bradley et al. (1984). O autor Ramadan (2009), desenvolveu um estudo acerca dos determinantes da estrutura de capital para empresas do mercado de capitais do UK, tendo verificado nos resultados obtidos uma relação positiva entre o endividamento e o Risco. De acordo com o autor, os resultados sustentam a teoria da agência mitigando o risco de gestão adjacente aos gestores. Segundo o autor, o recurso à dívida deverá ser utilizada como um dispositivo disciplinador da ação destes. Além deste autor, Bradley et al. (1984), apresentaram resultados que defendem que se o custo de insolvência presente numa empresa for insignificante, a relação entre o risco e o endividamento apresenta uma relação positiva. Desta forma, o endividamento aumenta até ao ponto em que o custo de insolvência apresenta valores significantes.

Por outro lado, a relação negativa que obtivemos para a nossa variável EndT valida a Hipótese 4 que formulamos. De acordo com Titman e Wessels (1988), a relação entre o Risco e o endividamento é negativa. Segundo os autores, o facto de as empresas registarem uma grande volatilidade de resultados, afeta a sua capacidade de responder aos compromissos assumidos, conduzindo assim à redução do endividamento externo e mitigando dessa forma a exposição ao risco. Essa volatilidade e incerteza de futuro, servem normalmente como uma sinalização para o mercado financeiro da existência de probabilidade de incumprimentos por parte das empresas. De acordo com os resultados que obtivemos, podemos concluir que a variação que existe entre o Risco e o acesso ao financiamento externo é idêntica para as variáveis EndT e EndML, quer estejamos perante sociedades sujeitas ou não a revisão legal de contas.

- Crescimento (Cresc):

Por fim, e referente à variável Cresc, a mesma apresenta resultados estatisticamente relevantes para as variáveis dependentes EndT e EndML, tendo em conta todos os tipos de amostras, exceto para a variável EndML no grupo de empresas sujeitas a RLC.

De acordo com os resultados que obtivemos, conseguimos validar a Hipótese 6, *"o nível de endividamento das empresas aumenta à medida que o seu nível de crescimento aumenta"*, para a nossa variável EndT para todos os tipos de amostra. Estes resultados estão de acordo com os estudos de Myers (1984), Myers e Majluf (1984) que defenderam os resultados da teoria *Pecking Order*. Segundo esses resultados, as empresas recorrem inicialmente ao autofinanciamento como forma de sustentar o seu crescimento e as apostas em oportunidades de negócio. No momento em que, o crescimento existente não é devidamente acompanhado pelos resultados internos as empresas recorrem ao capital alheio e ao endividamento.

Por outro lado, e para a variável EndML, exceto para a amostra das empresas sujeitas a RLC que se apresenta insignificante, os resultados obtidos não validam a Hipótese 6 que formulámos. Estes resultados vão de encontro com os resultados apresentados por parte dos autores Myers e Majluf (1984), e que, segundo estes, as empresas podem no longo prazo reunir condições suficientes para produzirem recursos próprios e capazes de satisfazerem as suas necessidades, sem recorrerem ao financiamento externo.

Como forma de resumo, iremos de seguida apresentar, na tabela 10, os resultados obtidos de uma forma sintética, e apresentaremos de forma mais compacta as respostas para cada Hipótese formulada tendo em conta cada uma das amostras apresentadas:

Tabela 10 - Resumo dos resultados das regressões

Variáveis Independentes	Relação Espectável	Empresas Grupo 1		Empresas Grupo 2	
		EndT	EndML	EndT	EndML
Outros Benefícios Fiscais (OBF)	Negativa	-	-	Inexistente	Inexistente
Risco (Risco)	Negativa	-	+	-	Inexistente
Dimensão (Dim)	Positiva	+	+	+	+
Composição do Ativo (Cativo)	Positiva	+	+	+	+
Rendibilidade (Rend)	Negativa	-	-	-	-
Crescimento (Cresc)	Positiva	+	-	+	Inexistente

- *Hipótese 1: “o nível de ativos fixos tangíveis está relacionado positivamente com o grau de endividamento”* - validada através da variável Cativo, foi testada e comprovada de igual modo para o Grupo 1 e Grupo 2;
- *Hipótese 2: “a dimensão da empresa está positivamente relacionada com o grau de endividamento”* - validada através da variável Dim, foi testada e comprovada de igual modo para o Grupo 1 e Grupo 2;
- *Hipótese 3: “a rendibilidade poderá estar negativamente relacionada com o nível de endividamento”* - validada através da variável Rend, foi testada e comprovada de igual modo para o Grupo 1 e Grupo 2;
- *Hipótese 4: “as empresas com um elevado risco de negócio apresentam um reduzido nível de endividamento ”* - validada através da variável Risco, foi testada e comprovada de igual modo para o Grupo 1 e Grupo 2 para a variável EndT. No que diz respeito à variável EndML, para o Grupo 1 e Grupo 2 não comprovamos a nossa Hipótese;
- *Hipótese 5: “o nível de outros benefícios fiscais para além dos proporcionados pela dívida, está negativamente relacionado com o grau de endividamento da empresa”* - validada através da variável OBF, foi testada e comprovada para as variáveis EndT e EndML para o Grupo 1. No que diz respeito ao Grupo 2, não comprovamos a nossa Hipótese;

- *Hipótese 6: "o nível de endividamento das empresas aumenta à medida que o seu nível de crescimento aumenta"* - validada através da variável Cresc, foi testada e comprovada de igual modo para o Grupo 1 e Grupo 2 para a variável EndT. No que diz respeito à variável EndML, não comprovamos a nossa Hipótese para ambos os grupos;

Assim, e mediante os resultados obtidos para cada uma das hipóteses formuladas, tendo em conta o nosso modelo de análise podemos construir a seguinte tabela de análise:

Tabela 11 - Resumo dos resultados das regressões e modelo de análise

H	Var. Ind.	Relação Espectável	Empresas Grupo 1		Empresas Grupo 2		% Equitativa das H	Resultados das H
			EndT	EndML	EndT	EndML		
H1	Cativo	Positiva	+	+	+	+	16,66%	16,66%
H2	Dim	Positiva	+	+	+	+	16,66%	16,66%
H3	Rend	Negativa	-	-	-	-	16,66%	16,66%
H4	Risco	Negativa	-	+	-	n/a	16,66%	8,33%
H5	OBF	Negativa	-	-	n/a	n/a	16,66%	8,33%
H6	Cresc	Positiva	+	-	+	n/a	16,66%	8,33%

H – Hipóteses;

Var. Ind. – Variáveis Independentes;

n/a – Relação inexistente;

Estamos após esta discussão de resultados em condições de esboçar, no quinto capítulo, as conclusões deste estudo.

Capítulo V – Conclusões

Nas empresas em geral, e em particular nas empresas Portuguesas, o recurso a financiamento, mesmo que não seja uma condição obrigatória, é fundamental para o desenvolvimento da atividade real ou de futuras oportunidades de investimentos que possam surgir. Assim sendo, os órgãos de gestão das empresas definem as suas decisões de financiamento tendo presente o custo e a natureza das opções de financiamento existentes, entre o recurso a capital próprio ou capital alheio. Estabelecer uma relação perfeita entre estas duas formas de financiamento, remete-nos para a questão de saber se existe ou não uma estrutura ótima de capital.

Neste trabalho percorremos a história, apresentando diferentes correntes teóricas acerca da problemática das estruturas de capitais e analisamos alguns fatores que podem ser determinantes para a definição da estrutura de capital de uma empresa. Tendo presente as teorias existentes apresentadas neste nosso trabalho, conseguimos através dos diferentes estudos empíricos, compreender e estruturar o mecanismo a utilizar para obtermos resposta às questões que levantámos. Através da revisão da literatura, esclarecemos alguns fatores que entendemos serem os mais determinantes e influenciadores no momento de definir as estruturas de capitais de uma entidade. Utilizamos uma amostra de empresas, com e sem revisão legal de contas, com o objetivo de testarmos se assume papel de relevo no momento de recorrer ao capital alheio, o facto de uma empresa ser ou não sujeita a essa imposição legal.

Neste seguimento, e para analisarmos esta temática que apresentamos ao longo da revisão da literatura, desenvolvemos uma análise baseada no método de pesquisa quantitativo, desenvolvendo duas regressões para as variáveis dependentes definidas: endividamento total e endividamento de médio e longo prazo. Com a relação estabelecida entre as variáveis dependentes e independentes (outros benefícios esperados além da dívida, risco, dimensão, composição do ativo, rendibilidade e crescimento), conseguimos responder às hipóteses formuladas e constatamos os resultados obtidos tendo em conta as relações que eram expectáveis.

Através dos resultados alcançados na nossa análise descritiva dos elementos, verificamos que a nível do endividamento, validamos desde logo a realidade existente no mercado empresarial Português. Com os resultados da nossa amostra total, capaz de caracterizar a tendência do mercado Português, constatamos que o nível de endividamento total ronda os 51%, sendo que grande parte desse endividamento é

referente ao recurso a financiamento de curto prazo (34%) e o restante, referente a financiamento de médio e longo prazo (17%).

Posteriormente, vamos focalizar as nossas conclusões nos resultados obtidos das regressões entre as variáveis dependentes e independentes que definimos para o trabalho. A nível da significância estatística das variáveis independentes, concluímos que para os gestores das empresas não sujeitas a revisão legal de contas, todos os fatores analisados assumem uma grande importância no momento de tomar opções acerca da ótima estrutura de capital da sua empresa. Por outro lado, e no que diz respeito às empresas sujeitas a revisão legal de contas, concluímos que todos os fatores são determinantes na tomada de decisões dos gestores, exceto a variável outros benefícios fiscais, e as variáveis risco e crescimento para o EndML. Assim, concluímos desde logo, efetuando uma comparação entre as empresas sujeitas e não sujeitas a revisão legal de contas, que existe uma pequena diferença na importância assumida pelos fatores analisados, existindo ao contrário do que acontece para as empresas não sujeitas a revisão legal de contas, fatores que se assumem irrelevantes nas decisões das empresas sujeitas a revisão legal de contas (OBF, e o risco e o crescimento para o EndML).

Tendo presente o modelo de análise adotado, podemos retirar conclusões consistentes acerca do estudo efetuado. Desde logo, podemos afirmar que o objeto de estudo foi aferido em cerca de 75% do modelo de análise articulado. Através dos resultados obtidos e mediante a análise dos mesmos, para as relações que eram expectáveis, verificamos desde logo, que as hipóteses H1, H2 e H3 foram validadas em 100%, e que para as restantes, H4, H5 e H6 apenas conseguimos obter validação para 50%. Pormenorizando e verificando a tabela 11 do nosso trabalho, apuramos que nas empresas sujeitas a revisão legal de contas, todas as variáveis obtiveram resultados que validaram as nossas relações, exceto as variáveis que se apresentaram insignificantes. Por outro lado, para as empresas não sujeitas a revisão legal de contas, no que diz respeito à relação com o endividamento total, verificamos que todas as variáveis apresentam relações idênticas às expectáveis e que sustentam as nossas hipóteses. O mesmo ocorre quando nos referimos ao endividamento médio longo prazo, onde obtivemos resultados que vão de encontro com o esperado, exceto para as variáveis risco e crescimento.

Tabela 12 - Resultados do modelo de análise

Hipóteses	% Equitativa	Resultados
H1	16,66%	16,66%
H2	16,66%	16,66%
H3	16,66%	16,66%
H4	16,66%	8,33%
H5	16,66%	8,33%
H6	16,66%	8,33%
100%		75%

Da análise dos resultados obtidos para as nossas hipóteses constatamos que, não existem resultados estatisticamente relevantes que diferenciem as decisões e opções entre gestores de sociedades com e sem revisão legal de contas. Todos os resultados obtidos, e com significância para as diferentes hipóteses se mostram equivalentes para ambos os grupos de sociedades.

Assim, concluímos que no mercado empresarial Português não podemos afirmar que o facto de uma empresa ser sujeita a revisão legal de contas seja um fator determinante na composição da estrutura de capital de uma empresa, e particularmente no momento de recorrer ao financiamento externo. Não existe qualquer benefício ou facilidade na concessão de crédito, por parte das instituições financeiras, pelo facto de uma empresa ser sujeita a revisão legal de contas.

Limitações do estudo

No entanto, podemos justificar esta situação e apresentar desde logo uma limitação ao nosso estudo. O mercado empresarial Português de empresas não financeiras, apresenta uma enorme fatia de empresas de pequena e média dimensão em relação às grandes empresas. Face à grande volatilidade de resultados que as empresas de dimensão reduzida estão sujeitas, ainda mais com a crise implementada no período do nosso estudo de 2007 a 2012, estas necessitam de recorrer de forma premente ao crédito alheio para tentarem garantir a sua sustentabilidade. Assim, e como as instituições financeiras se vêm obrigadas a se adaptarem ao mercado empresarial, não podem definir como sendo um critério preponderante a revisão legal de contas como fator para atribuição de financiamento.

Apesar disso, e como as instituições financeiras não podem encarar a concessão de financiamento apenas ou preferencialmente às empresas com revisão legal de contas,

podem sim atribuir esses financiamentos em condições muito mais vantajosas do que o fazem a empresas sem revisão legal de contas. Toda esta questão está associada ao risco inerente no momento da atribuição de financiamento. Se por um lado, o financiador dispõe de informação com valor acrescentado acerca da condição financeira de uma empresa, concede o financiamento com condições mais vantajosas uma vez que consegue mitigar o risco inerente. Por outro lado, no momento de concessão de crédito a uma entidade não sujeita a revisão legal de contas em que o risco inerente de falta de compromisso é mais elevado, o banco apresenta e atribui o financiamento em condições mais desfavoráveis para o cliente (empresa).

Perspetivas de investigação futuras

Esta pode ser assumida como uma limitação à nossa análise. Uma vez que não conseguimos comprovar estatisticamente que a revisão legal de contas assume um papel determinante nas estruturas de capitais, e que as empresas com RLC têm maior facilidade no acesso ao crédito, sugerimos que em futuras análises relacionem num só estudo, o grau de comparabilidade entre as condições de crédito apresentadas pelas instituições bancárias às empresas com e sem revisão legal de contas. Tentando, a partir daí, analisar as diferenças e semelhanças detetadas no momento de definir as estruturas de capitais, tendo em conta as condições bancárias que cada grupo de empresas detém.

Referências Bibliográficas

- Baker, M. e Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57: 1-32.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis os Panel Data*. John Wiley & Sons Ltd. Chichester.
- Baxter, N. (1967). Leverage, risk of ruin, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 2: 395-404.
- Bougatef, K. e Chichti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*, 5: 167-177.
- Bradley, M., Jarrel, G. e Kim, H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: The Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39: 857-880.
- Brealey, R. e Myers, S. (1998), *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª edição, McGraw-Hill. Portugal.
- Brealey, R., Myers, S. e Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. 8ª edição, McGraw-Hill. Portugal.
- Brigham, E. e Houston, J. (1999). *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Campus. São Paulo.
- Brito, G., Corrar, L., e Batistella, F. (2006). Fatores determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. *R. Cont. Fin*, 43: 9-19.
- Chittenden, F., Hall, G. e Hutchinson, P. (1996). Small Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8: 59-67.
- Correa, C. (2006). *A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica Usando Panel Data*. Dissertação em Administração de Empresas. Universidade Presbiteriana Mackenzie. 146 pp.
- Daskalakis, N. e Psillaki, M. (2005). The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms. Acedido em 20 de Setembro de 2015, em: <http://www.researchgate.net/publication/228346743>.

- DeAngelo, H. e Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8: 3-29.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*, NBER: 215-22
- Fonseca, J. (2008). Os Métodos Quantitativos na Sociologia: Dificuldades de Uma Metodologia de Investigação, artigo para o VI Congresso Português de Sociologia. Universidade Nova de Lisboa. 25 a 28 de Junho de 2008.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. e Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11: 51-69.
- Gujarati, D. (2003). "Basis Econometrics". 4th ed. Irwin: McGraw-Hill.
- Harris, M. e Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45: 321-349.
- Harris, M. e Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46: 297-355
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jorge, S. e Armada, M. (2001). Factores Determinantes do Endividamento: Uma Análise de Painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5: 9-31.
- Kim, H. (1978), A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33: 45-64.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. (1973). A sate-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28: 911-922.
- Leland, H. e Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32: 371-387.
- Myers, S. e Robichek, A. (1965). *Optimal Financing Decisions*. Prentice-Hall. New Jersey.

- Myers, S. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Myers, S. e Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions: When Firms Have Information That Inventors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39: 575-592.
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspective*, 15: 81-102
- Modigliani, F. e Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48: 261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, 53: 433-443.
- Oliveira, S. (2002). *Tratado de metodologia científica*. Edições Pioneira. São Paulo
- Rajan, E. e Zingales, L. (1995). What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 5: 1421-1460.
- Ramadan, A. (2009). *Determinants of Capital Structure and the Firm's Financial Performance: An Application on the UK Capital Market*. Surrey: Phd thesis. University of Surrey.
- Ramalho, J. e Silva, J. (2009). A Two-Part Fractional Regression Model For The Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance*, 9: 621-636.
- Rocha, L. (2000). *A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas e Médias Empresas: O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal*. Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Faculdade de Economia, Universidade do Porto. 164 pp.
- Ross, S. (1977) The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8: 23-40.
- Ross, S., Westerfield, R. e Jaffe, J. (2002), *Administração Financeira*, Atlas. São Paulo.
- Scott, J. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *Bell Journal of Economics*, 7: 33-54.

- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. e Silva, J. (2011). Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence From Portugal. *Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia – Universidade de Évora*, 11: 1-38.
- Serrasqueiro, Z. e Nunes P. (2008). Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the use of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5: 14-29.
- Stulz, R. e Johnson, H. (1985), An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics*, 14: 501-521.
- Titman, S. e Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43: 1-19.
- Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32: 337-347.
- Weston, J. e Brigham, E. (2000). Fundamentos de Administração Financeira. Makron Books. São Paulo.
- Yin, R. (1995). *Case study research: design and methods*. 2ed, London: SAGE.